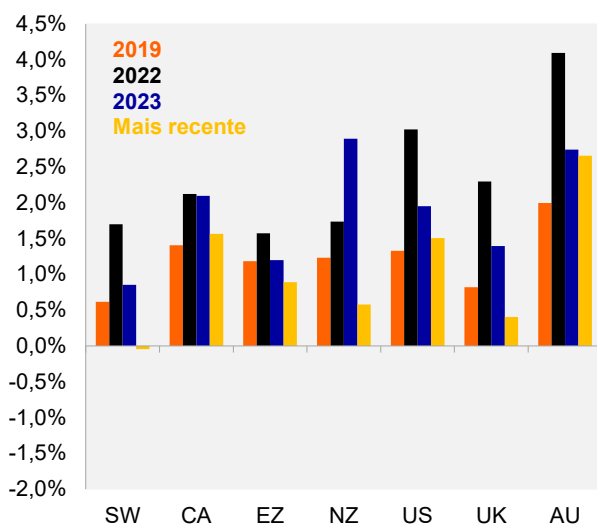


## GLOBAL: mercado de trabalho e o impacto na inflação nos países desenvolvidos

- ▶ A reabertura pós-pandemia e a onda massiva de estímulos fiscais e monetários geraram um sobreaquecimento no mercado de trabalho e consequente alta da inflação nas principais economias desenvolvidas. Inicialmente, houve uma sincronia entre países, mas mais recentemente as diferenças se acentuaram, trazendo implicações sobre o peso que cada banco central pode atribuir aos riscos de inflação pressionada e enfraquecimento da atividade, assim como sobre a importância de acompanhar não só o desemprego, mas o desequilíbrio entre demanda e oferta por trabalho, medido pela razão entre vacância e desemprego. Nesse estudo, analisamos o mercado de trabalho das economias desenvolvidas e estimamos a sensibilidade da inflação para as condições do mercado de trabalho em cada um deles.
- ▶ O rebalanceamento do mercado de trabalho indica redução das pressões inflacionárias à frente, o que abre espaço para maior flexibilização da política monetária nas economias desenvolvidas, ainda que não na mesma magnitude entre elas. Os países em estágios mais avançados de rebalanceamento do mercado de trabalho são Nova Zelândia e Canadá, enquanto Austrália e Zona do Euro seguem mais atrasados nesse ajuste. Além disso, estimamos uma curva de Phillips modificada para essas economias, incluindo a razão entre vacância e desemprego e identificamos que o aperto do mercado de trabalho explica uma parcela maior da inflação recente nos Estados Unidos, Austrália, Canadá e Nova Zelândia do que na Zona do Euro, Reino Unido e Suécia, que dependem mais dos componentes de inércia e/ou expectativas.

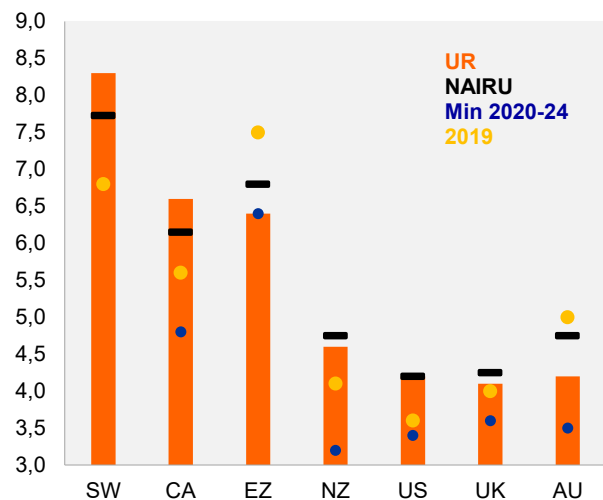
**A reabertura pós-pandemia e a onda massiva de estímulos fiscais e monetários geraram um desequilíbrio e sobreaquecimento nos mercados de trabalho das principais economias desenvolvidas.** Na reabertura, o emprego mostrou forte aceleração e a taxa de desemprego caiu para patamares abaixo do pré-pandemia e da NAIRU (taxa de desemprego que não gera pressão sobre a inflação) estimada por cada banco central. Entre 2022 e 2023, houve uma desaceleração conjunta e, mais recentemente, passamos a observar alguma divergência mais clara entre os países. Comparativamente, Austrália e Zona do Euro ainda mostram um sólido aumento do emprego com desemprego abaixo da NAIRU, enquanto a Suécia mostra um mercado de trabalho mais fraco.

**DMs: Emprego (Var. anual)**



Fonte: Haver, Itaú

**DMs: Taxa de Desemprego**

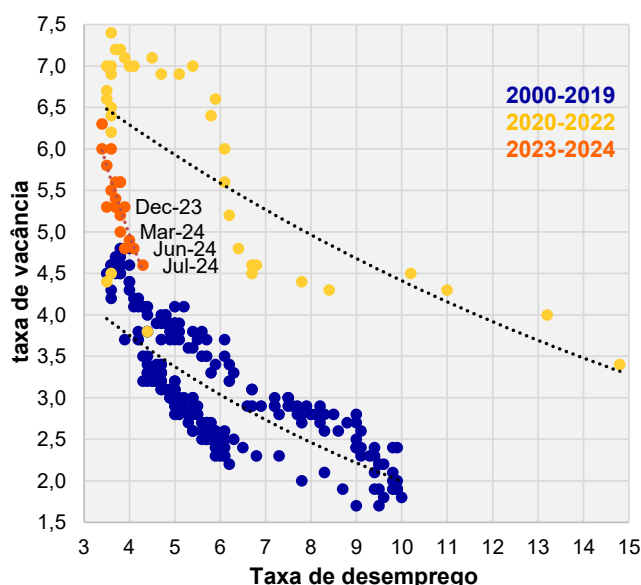


Fonte: Haver, Bancos Centrais, Itaú

Uma forma alternativa de analisar o período recente é pelo desequilíbrio entre oferta e demanda por emprego, que foi significativo no período de economia aquecida pós-reabertura e agora vem arrefecendo. A curva de Beveridge mostra a relação entre a taxa de desemprego (proxy para oferta de trabalho) e a taxa de vacância (proxy para demanda por trabalho). A razão entre vacâncias e desemprego ( $v/u$ ) é um bom indicador do grau de aperto do mercado de trabalho, principalmente para entender seu impacto inflacionário (tema tratado na sessão abaixo). Tomando os Estados Unidos como exemplo, a reabertura, seguida pelos fortes estímulos fiscais, levou a maiores ineficiências (*mismatches*) na alocação do emprego com desbalanceamento entre oferta e demanda (deslocamento na curva para os pontos amarelos no gráfico).

O rebalanceamento do mercado de trabalho se deu, até o momento, majoritariamente por uma redução de vagas abertas (queda vertical na curva de Beveridge), com um pequeno aumento da taxa de desemprego. A rápida recuperação da economia com a oferta de emprego restrita levou a uma redução da taxa de desemprego para mínimas históricas e a um aumento significativo da taxa de vacância, indicando um aperto do mercado de trabalho (alta de  $v/u$ ). Posteriormente, os anos de 2023 e 2024 foram marcados pela normalização desse desbalanceamento, muito em parte pelo aumento da imigração (também tratado abaixo) e por uma volta para o período pré-pandemia no dado mais recente.

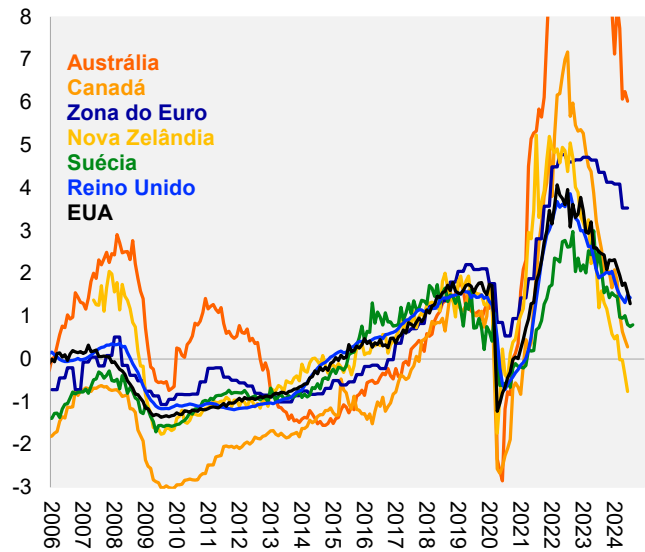
EUA: Curva de Beveridge



Fonte: Haver, Itaú

Esse processo de ajuste não tem sido homogêneo entre as principais economias desenvolvidas. Destacamos um maior afrouxamento no mercado de trabalho na Suécia, Canadá e Nova Zelândia. Estados Unidos e Reino Unido retornaram para níveis pré-pandemia, enquanto Austrália e Zona do Euro parecem estar mais atrasados nesse ajuste do mercado de trabalho.

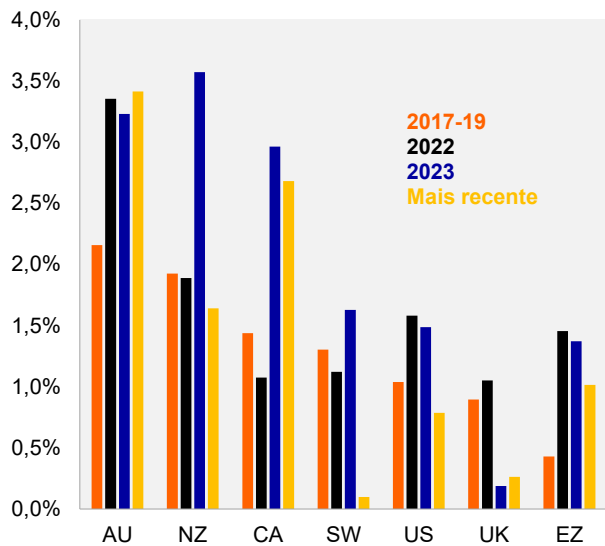
Vagas sobre desemprego (em desvio padrão)



Fonte: Haver, Itaú

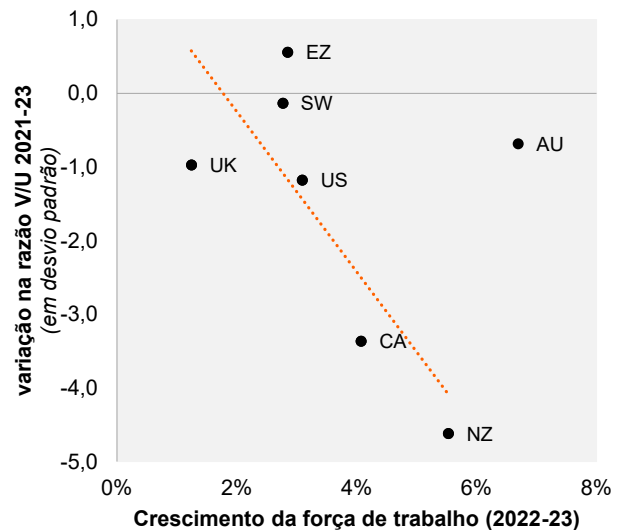
Uma dinâmica relevante para esse maior equilíbrio foi o crescimento da força de trabalho (ver 1º gráfico), principalmente puxada por imigração. De modo geral, os países que tiveram maior crescimento da força de trabalho entre 2022 e 2023, como Nova Zelândia e Canadá, apresentaram maior queda da razão v/u no mesmo período (ver 2º gráfico). Por outro lado, o destaque negativo é a Austrália, que, mesmo com crescimento elevado da força de trabalho, não observou um maior rebalanceamento do mercado de trabalho. Avaliamos que as diferenças de velocidade de ajuste entre os países podem refletir características estruturais, como o grau de rigidez do mercado de trabalho e abertura para imigração, fatores conjunturais, como o tipo de estímulo fiscal adotado na pandemia (quanto mais focado no suporte ao emprego, maior a fricção por meio de uma retenção ineficiente de trabalhadores, *labor hoarding*, e demora no reequilíbrio) e choques idiossincráticos (como o de energia na Europa).

Força de trabalho (Var. anual)



Fonte: Haver, Itaú

Razão V/U vs Força de Trabalho (2022-23)

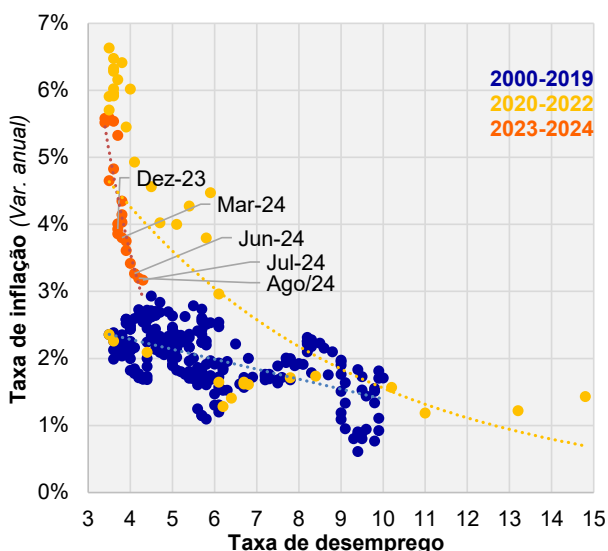


Fonte: Haver, Itaú

**As condições do mercado de trabalho têm sido muito relevantes para a inflação, trazendo a discussão de uma formulação alternativa para a Curva de Phillips.** Antes da pandemia, diversas estimativas indicavam uma redução na inclinação da curva de Phillips, evidenciando uma menor correlação entre a taxa de desemprego e inflação (1º gráfico). No entanto, por essa análise, a queda da taxa de desemprego nos Estados Unidos para próximo de 3,5% teria implicado em uma taxa de inflação de 2,5%, não muito distante da meta de 2%, e muito inferior ao observado de 6,5%. O que explicaria esse erro?

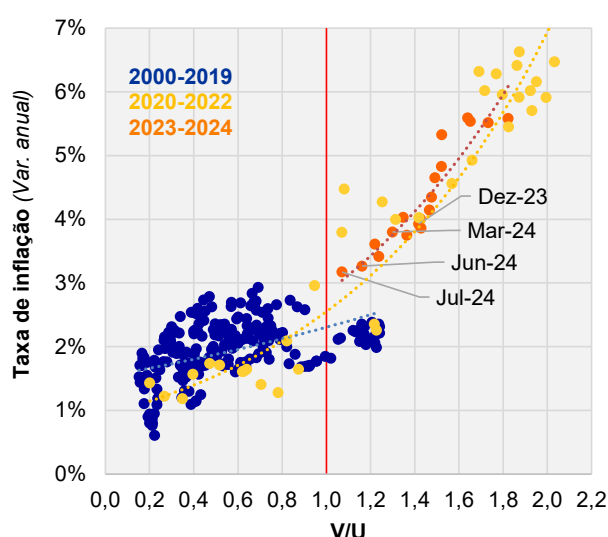
**Em artigos apresentados pelo Fed recentemente, Barnichon e Shapiro (2024)<sup>1</sup> mostram que a razão v/u explicaria melhor a dinâmica de inflação do que a taxa de desemprego** (gráfico da direita), e Benigno e Eggertsson (2024)<sup>2</sup> indicam ainda que, a partir de certo limiar (no caso americano,  $v/u = 1$ ), a curva de Phillips fica mais inclinada e a inflação passa a responder mais ao mercado de trabalho. Para o caso dos EUA, após exercer forte pressão inflacionária devido aos desbalanceamentos citados acima, o mercado de trabalho americano já se encontra próximo de níveis mais equilibrados para a inflação, de modo que o Fed pode aumentar o peso da atividade e do arrefecimento do mercado de trabalho na sua função de reação (no anexo, mostramos os gráficos dos demais países).

**EUA: Curva de Phillips**



Fonte: Haver, Itaú

**Curva Beveridge-Phillips**



Fonte: Haver, Itaú

**Para avaliar a sensibilidade da inflação ao mercado de trabalho entre os diferentes países, seguimos metodologia semelhante ao realizado em Benigno e Shapiro (2024).** Assim, estimamos a seguinte curva de Phillips simplificada para cada país desenvolvido com dados de 2000 aos mais recentes:

$$\pi_{it} = c_i + \alpha_i \pi_{i,12m,t-1} + (1 - \alpha_i) \pi_{i,t}^e + \beta_i \frac{v}{u} i,t + \epsilon_{i,t}$$

Em que  $\pi_i$  é a variação trimestral anualizada do núcleo de inflação do país  $i$ ,  $\pi_{i,12m}$  é a inflação cheia em 12 meses,  $\frac{v}{u}$  é a razão de vagas sobre desemprego (em desvio padrão, para permitir a comparação entre países) e  $\pi_i^e$  a expectativa de inflação de longo prazo.

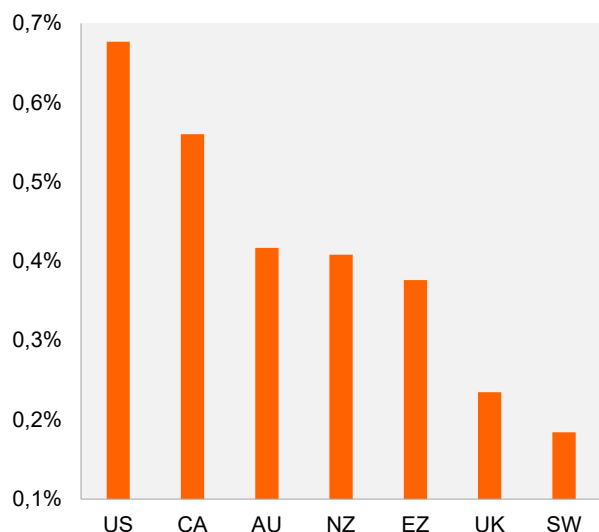
**Há grande dispersão na elasticidade da inflação ao mercado de trabalho entre os países, sendo os Estados Unidos o mais sensível e Zona do Euro e Austrália os menos sensíveis.** O gráfico abaixo (esquerda) mostra que uma queda de 1 desvio padrão da razão  $v/u$  está associada a uma queda de 0,68pp do núcleo de inflação nos Estados Unidos, frente uma queda de apenas 0,23pp na Zona do Euro e 0,18pp na Austrália. Além disso, nos

<sup>1</sup> Barnichon, R. and Shapiro, A. (2024). Phillips meets Beveridge. FRBSF Working Paper 2024-22.

<sup>2</sup> Benigno, P. and Eggertsson, G. (2024). Revisiting the Phillips and Beveridge Curves: Insights from the 2020s Inflation Surge.

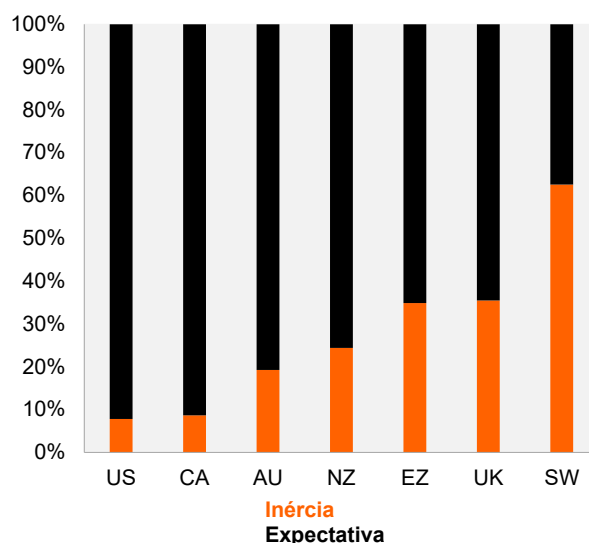
Estados Unidos e no Canadá, a dinâmica de inflação é mais associada às expectativas de inflação, enquanto nos países europeus, a inércia de inflação tem maior relevância comparativamente. De modo geral, os diferentes graus de flexibilidade do mercado de trabalho, regulação de preços e indexação podem explicar as diferenças entre países.

Curva de Phillips: Beta V/U



Fonte: Itaú

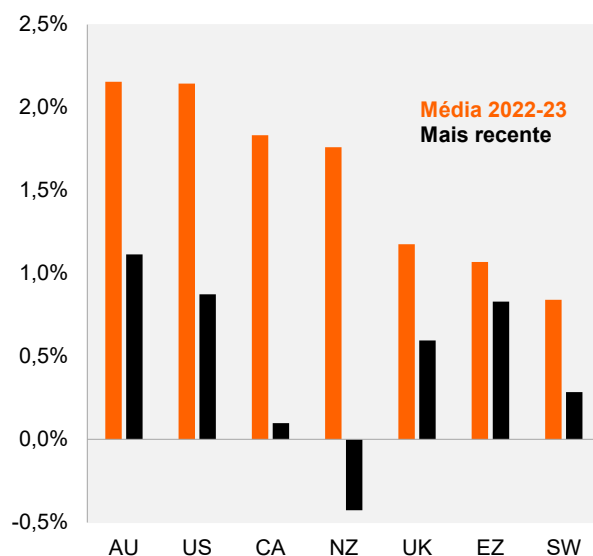
Curva Phillips: Beta (Inércia vs Expectativas)



Fonte: Itaú

**Essa decomposição explica os diferentes determinantes para a dinâmica inflacionária entre os desenvolvidos** (em anexo, mostramos a decomposição histórica do núcleo de inflação desses países entre os componentes da curva de Phillips: inércia, expectativas e grau de aperto do mercado de trabalho). O exercício aponta que o mercado de trabalho teve peso menor na dinâmica de inflação recente nos países europeus (Zona do Euro, Reino Unido e Suécia) e contribuição maior da inércia, que parece estar relacionada ao choque do preço de energia na região. Por outro lado, nos Estados Unidos, Canadá e Nova Zelândia, a dinâmica do mercado de trabalho é relevante para explicar a dinâmica da inflação. Dessa forma, a desaceleração do mercado de trabalho nesses países já explica a queda maior do núcleo de inflação nesses países (gráfico abaixo, que mostra a contribuição no tempo). A Austrália é uma exceção, uma vez que há um atraso significativo no ajuste do mercado de trabalho, justificando uma pressão maior no núcleo de inflação.

Contribuição de V/U para Inflação

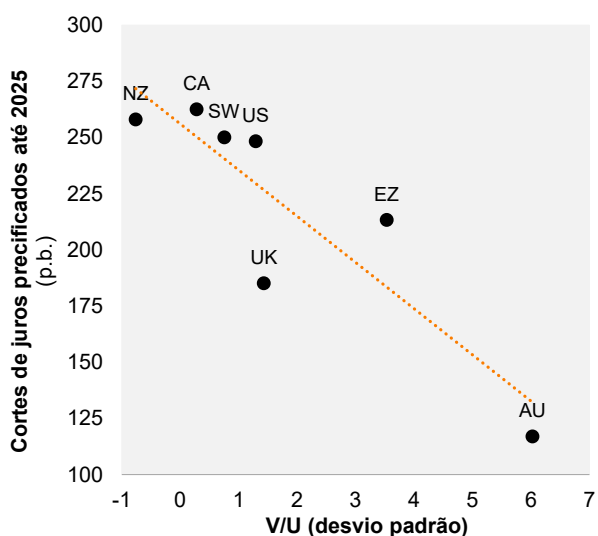


Fonte: Itaú

**Destacamos que nossa análise supõe uma relação linear entre a razão v/u e inflação, para fins de simplificação e facilitar comparabilidade entre países.** Em caso de uma não linearidade a partir de determinado limiar (como defendido em Benigno e Eggertsson (2024)), poderíamos estar subestimando a inclinação da curva de Phillips em regimes com mercado de trabalho apertado (acima do limiar) e superestimando em regimes mais frouxos (abaixo do limiar).

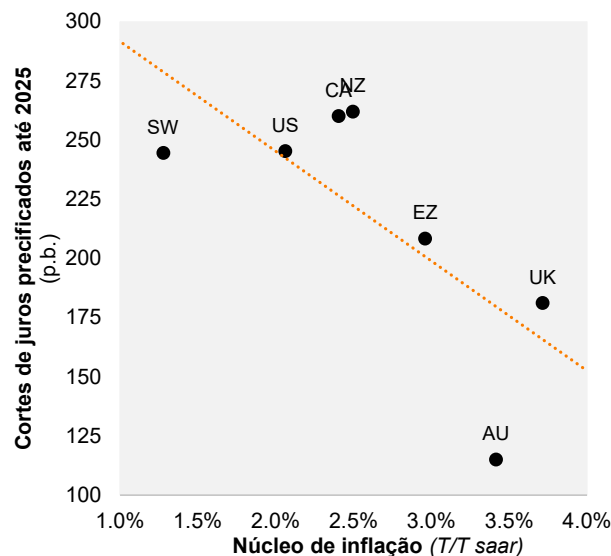
**Por fim, o mercado, de fato, está precificando ciclos maiores de afrouxamento monetário em países com mercado de trabalho mais balanceado e, portanto, com menos riscos inflacionários à frente.** Os gráficos abaixo mostram a correlação entre cortes de juros precificados nos países com o aperto do V/U e o núcleo de inflação anualizado na margem.

**DMs: Vagas/Desemprego vs Cortes de Juros Precificados até 2025**



Fonte: Bloomberg, Itaú

**DMs: Núcleo de Inflação vs Cortes de Juros Precificados até 2025**

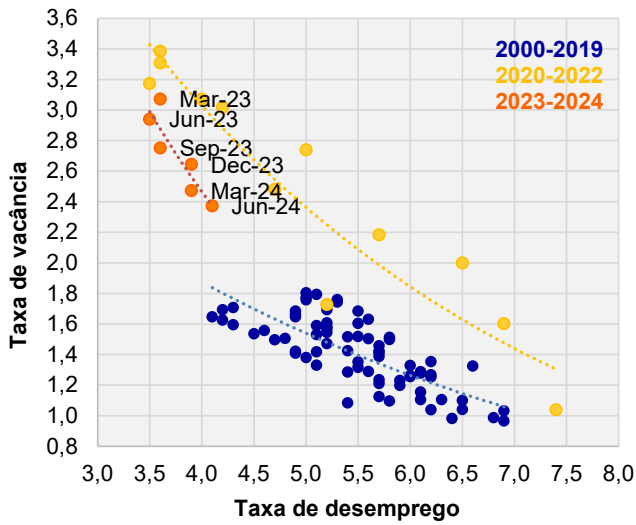


Fonte: Bloomberg, Itaú

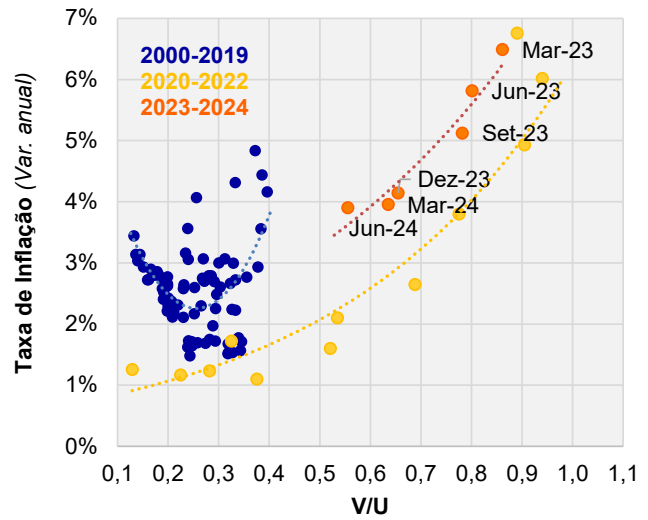
**Thales Guimarães**  
**Bernardo Dutra**  
**Laura Pitta**

ANEXO

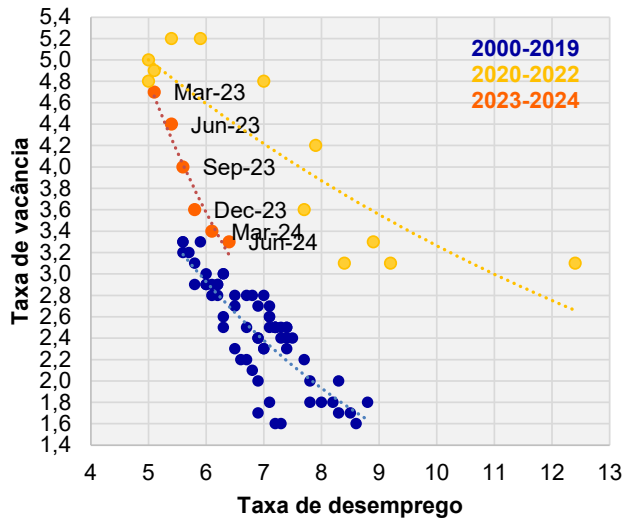
**Austrália: Curva de Beveridge**



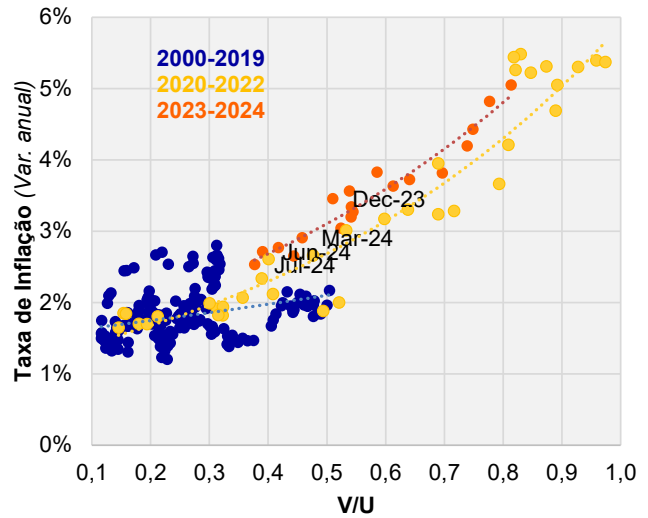
**Austrália: Curva Beveridge-Phillips**



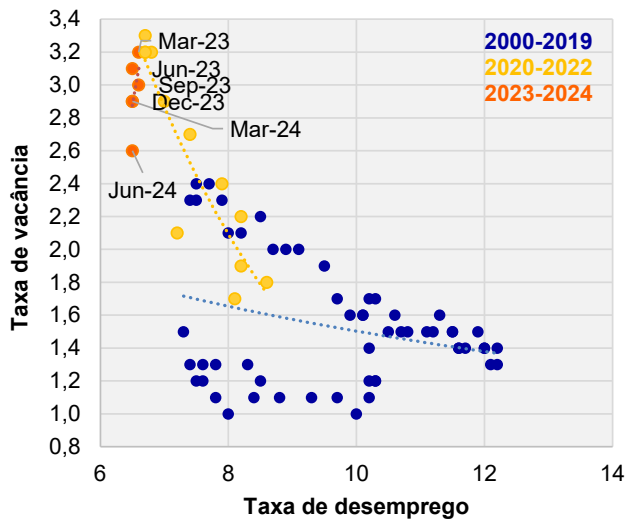
**Canadá: Curva de Beveridge**



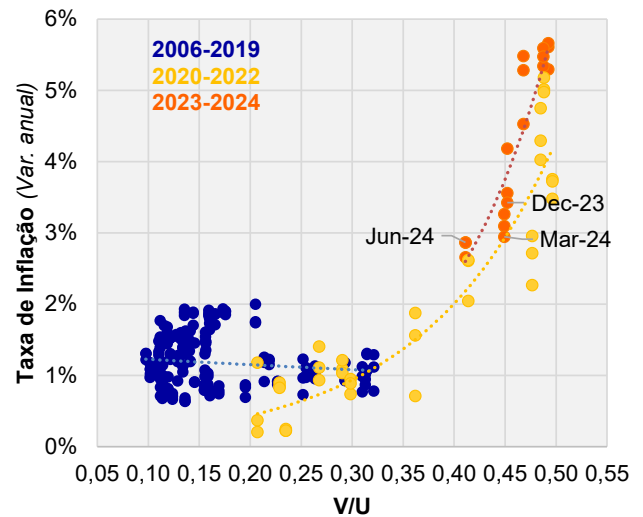
**Canadá: Curva Beveridge-Phillips**



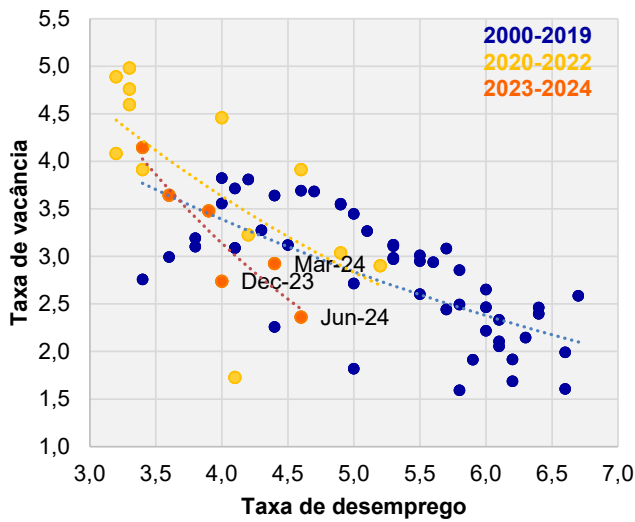
**EZ: Curva de Beveridge**



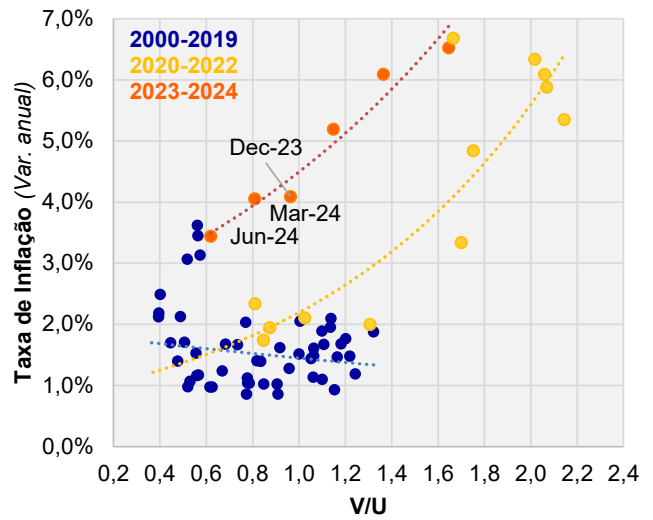
**EZ: Curva Beveridge-Phillips**



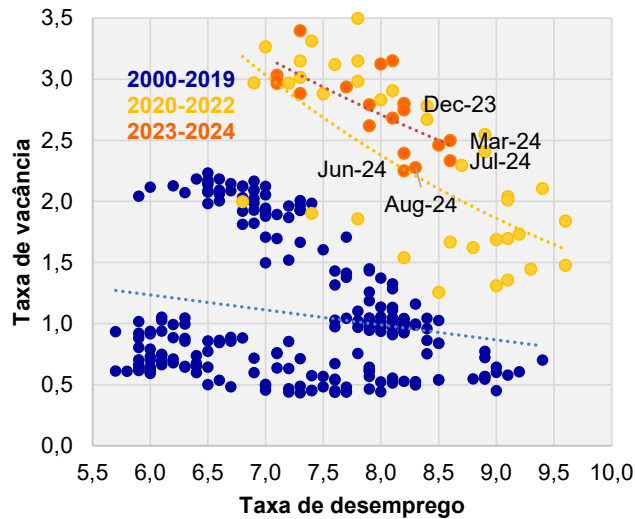
**NZ: Curva de Beveridge**



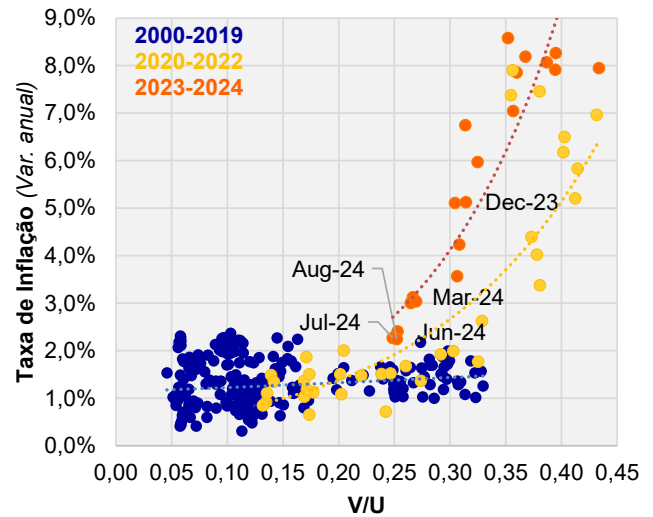
**NZ: Curva Beveridge-Phillips**



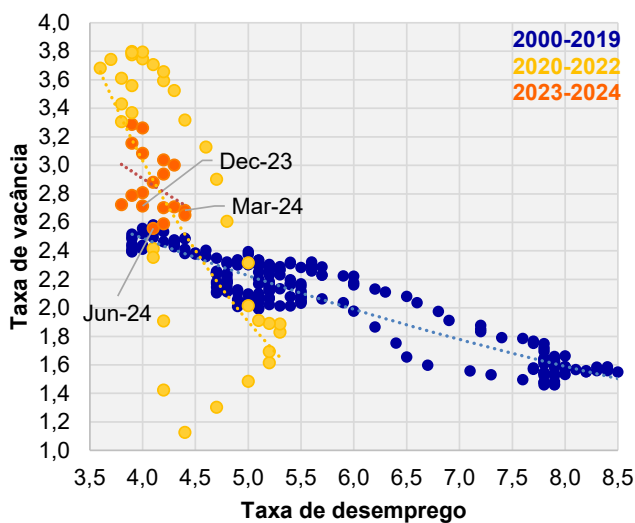
**Suécia: Curva de Beveridge**



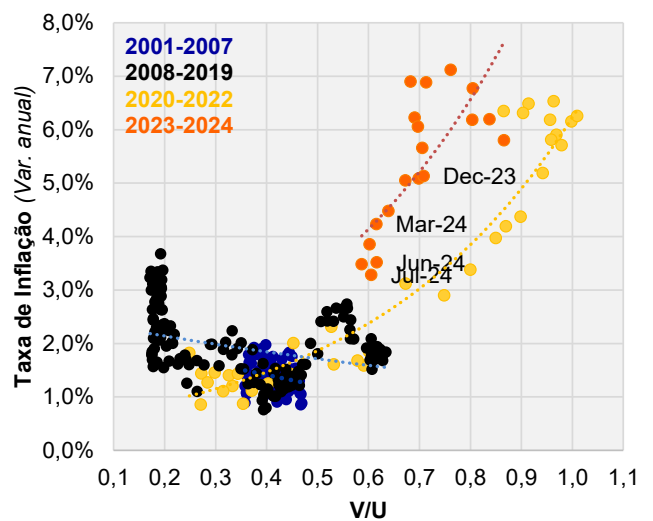
**Suécia: Curva Beveridge-Phillips**



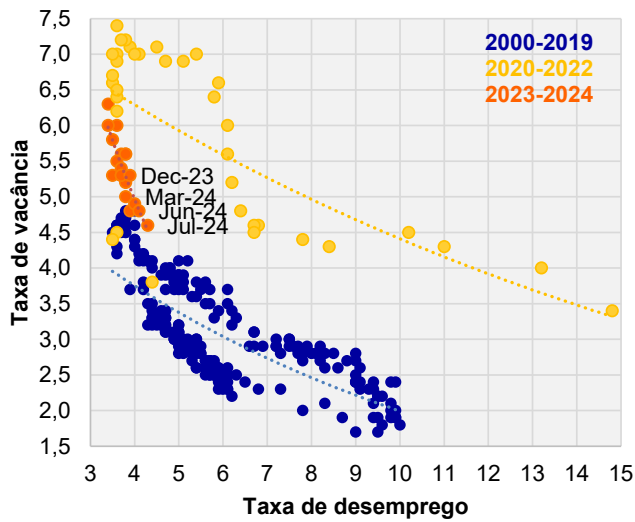
**UK: Curva de Beveridge**



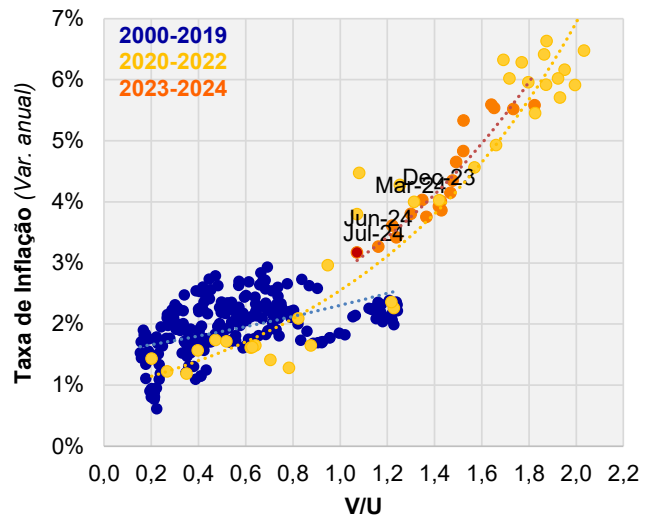
**UK: Curva Beveridge-Phillips**



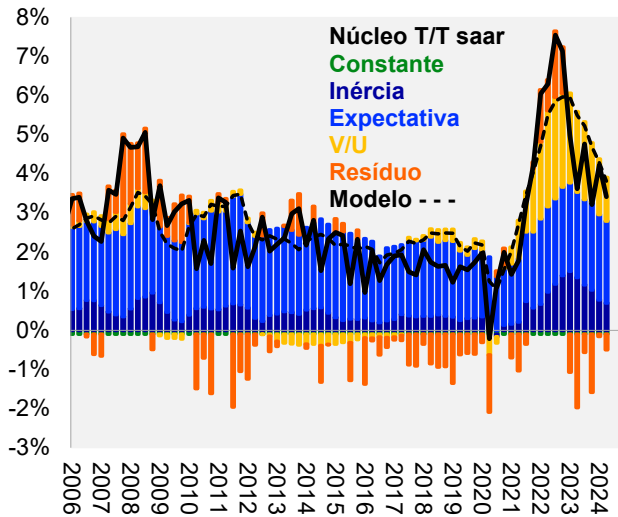
US: Curva de Beveridge



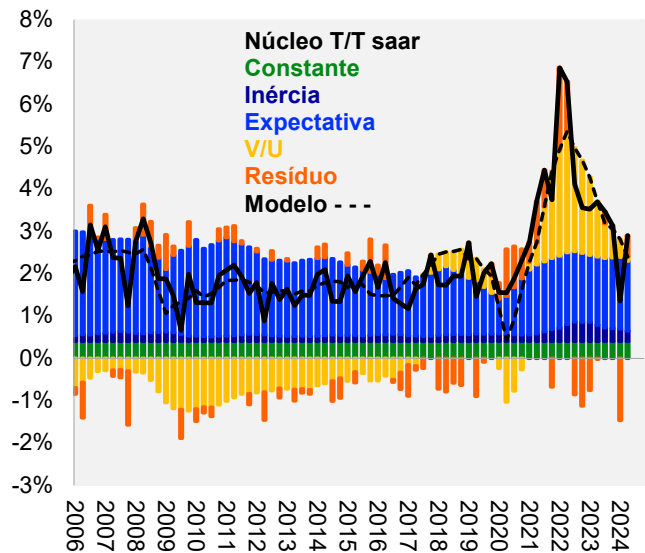
US: Curva Beveridge-Phillips



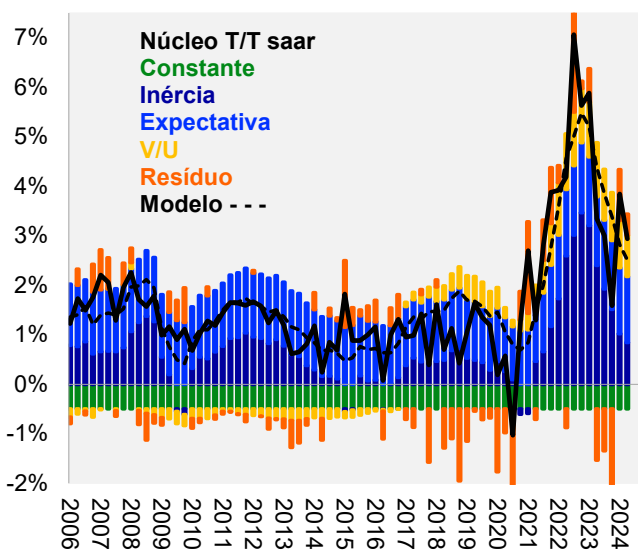
Austrália: Núcleo T/T saar vs Phillips



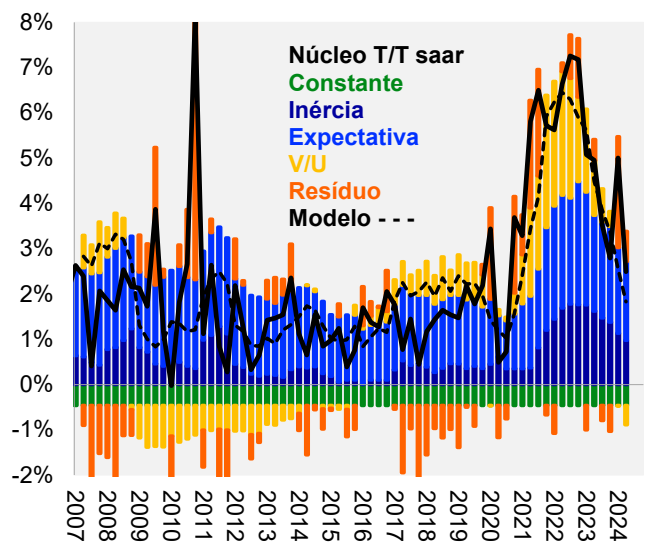
Canadá: Núcleo T/T saar vs Phillips



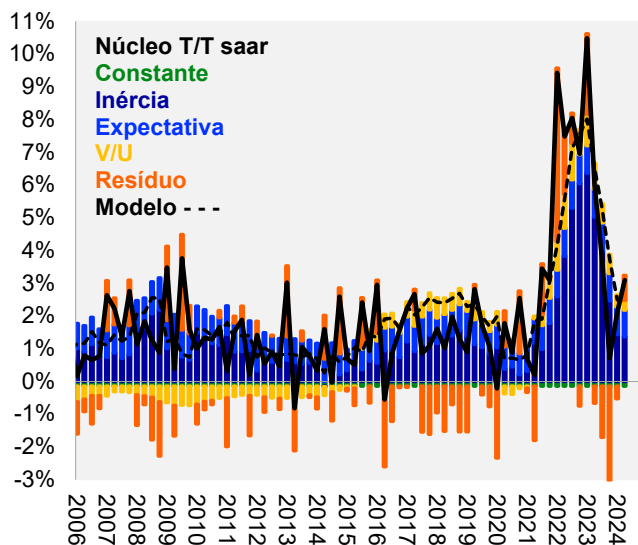
EZ: Núcleo T/T saar vs Phillips



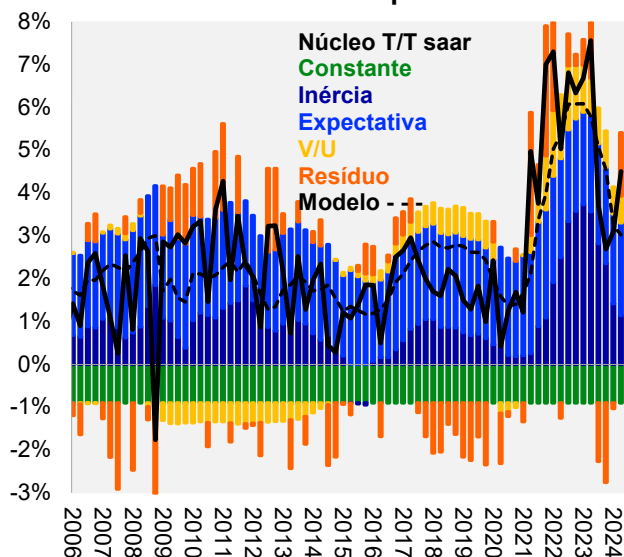
NZ: Núcleo T/T saar vs Phillips



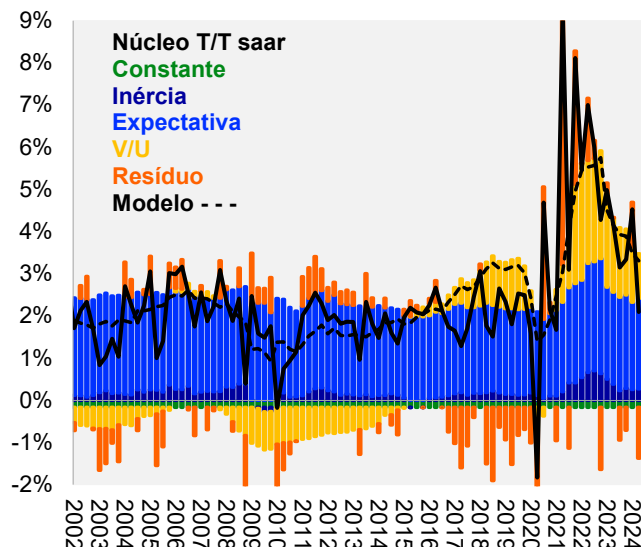
### Suécia: Núcleo T/T saar vs Phillips



### UK: Núcleo T/T saar vs Phillips



### US: Núcleo T/T saar vs Phillips



Pesquisa macroeconômica – Itaú

Mario Mesquita – Economista-Chefe

Para acessar nossas publicações e projeções visite nosso site:

<https://www.itaubba-pt/analises-economicas>

**App Itaú Análises Econômicas**  
 Notícias sobre economia na palma da sua mão, com vídeos e comentários de nossos especialistas.  
 Baixe agora na App Store ou Google Play



Acesse nossos conteúdos no seu celular

## Informações Relevantes

1. Este relatório foi desenvolvido e publicado pelo Departamento de Pesquisa Macroeconômica do Itaú Unibanco S.A. ("Itaú Unibanco"). Este relatório não é um produto do Departamento de Análise de Ações do Itaú Unibanco ou da Itaú Corretora de Valores S.A. e não deve ser considerado um relatório de análise para os fins do artigo 1º da Instrução CVM n.º 20, de 2021.
2. Este relatório tem como objetivo único fornecer informações macroeconômicas e não constitui e nem deve ser interpretado como sendo uma oferta de compra e/ou venda ou como uma solicitação de uma oferta de compra e/ou venda de qualquer instrumento financeiro, ou de participação em uma determinada estratégia de negócios em qualquer jurisdição. As informações contidas neste relatório foram consideradas razoáveis na data em que o relatório foi divulgado e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. Entretanto, o Itaú Unibanco não dá nenhuma segurança ou garantia, seja de forma expressa ou implícita, sobre a integridade, confiabilidade ou exatidão dessas informações. Este relatório também não tem a intenção de ser uma relação completa ou resumida dos mercados ou desdobramentos nele abordados. O Itaú Unibanco não possui qualquer obrigação de atualizar, modificar ou alterar este relatório e informar o respectivo leitor.
3. As opiniões expressas neste relatório refletem única e exclusivamente as visões e opiniões pessoais do analista responsável pelo conteúdo deste material na data de sua divulgação e foram produzidas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao Itaú Unibanco, à Itaú Corretora de Valores S.A. e demais empresas do grupo econômico do Itaú Unibanco.
4. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído para qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento por escrito do Itaú Unibanco. Informações adicionais sobre os instrumentos financeiros discutidos neste relatório encontram-se disponíveis mediante solicitação. O Itaú Unibanco e/ou qualquer outra empresa de seu grupo econômico não se responsabiliza e tampouco se responsabilizará por quaisquer decisões, de investimento ou e outra, que forem tomadas com base nos dados aqui divulgados.

**Observação Adicional:** Este material não leva em consideração os objetivos, situação financeira ou necessidades específicas de qualquer cliente em particular. Os clientes precisam obter aconselhamento financeiro, legal, contábil, econômico, de crédito e de mercado individualmente, com base em seus objetivos e características pessoais antes de tomar qualquer decisão fundamentada na informação aqui contida. Ao acessar este material, você declara e confirma que compreende os riscos relativos aos mercados abordados neste relatório e às leis em sua jurisdição referentes a provisão e venda de produtos de serviço financeiro. Você reconhece que este material contém informações proprietárias e concorda em manter esta informação somente para seu uso exclusivo.

**SAC Itaú:** Consultas, sugestões, reclamações, críticas, elogios e denúncias, fale com o SAC Itaú: 0800 728 0728. Ou entre em contato através do nosso portal <https://www.itaú.com.br/atendimento-itaú/para-voce/>. Caso não fique satisfeito com a solução apresentada, de posse do protocolo, contate a Ouvidoria Corporativa Itaú: 0800 570 0011 (em dias úteis das 9h às 18h) ou Caixa Postal 67.600, São Paulo-SP, CEP 03162-971. Deficientes auditivos, todos os dias, 24h, 0800 722 1722.