



A RECUPERAÇÃO CÍCLICA GLOBAL E A TENDÊNCIA ESTRUTURAL

COMENTÁRIO MACRO



Há intenso debate sobre as tendências pós-crise da Covid-19 quanto à inflação e taxas de juros globais. Um polo do debate preconiza o temor de que uma postura menos preventiva do Federal Reserve possa tornar mais persistentes as pressões inflacionárias ora em curso, a exemplo do experimentado nos anos 70, em contexto de políticas fiscais expansionistas. No outro extremo, há a visão de que a inflação global não deverá se perpetuar nos próximos anos, em função das expectativas de inflação ainda ancoradas e da tendência secular de redução da taxa de juros real neutra. Entendemos que a grande diferença do contexto atual frente a outros episódios históricos é a atitude mais firme dos bancos centrais, como externado na reunião de política monetária do Fed essa semana. Há um contexto de elevação cíclica da produtividade, que pode ser também impulsionada pela digitalização crescente dos serviços, legado da pandemia. Continuamos a acreditar, nesse contexto, na continuidade do processo estrutural de inflação e juros de equilíbrio mais baixos.

A RECUPERAÇÃO CÍCLICA GLOBAL E A TENDÊNCIA ESTRUTURAL

COMENTÁRIO MACRO



Após a intensa contração da economia global no ano que passou, experimentamos em 2021 uma forte recuperação cíclica que tem de um modo geral superado as expectativas, não obstante a lenta trajetória de redução do distanciamento social e da normalização da atividade econômica. Combinam-se, nesse contexto, restrições e gargalos de oferta em bens industriais, fraqueza no segmento de serviços presenciais, elevado grau de ociosidade no mercado de trabalho e níveis muito altos de preços de diversas commodities.

Do lado da política econômica, assiste-se ainda a um elevado grau de estímulo monetário no caso dos países desenvolvidos. Mas há como grande novidade o grau sem precedentes de estímulo fiscal, notadamente nos EUA. O resultado até aqui é uma combinação inusitada em que se aliam desemprego ainda alto e inflação elevada, inclusive nas medidas de núcleos.

O que há de novo nesse contexto da crise e recuperação da Covid-19? Além do seu poder destruidor sobre as vidas humanas, teria o vírus também a capacidade de produzir uma mudança de paradigma ou mesmo estrutural no funcionamento da economia global? Em particular, estamos na direção de um novo ciclo de inflação e juros mais elevados?

De forma a ilustrar posições antitéticas nesse grande debate, partimos do texto “Inflation: The defining macro story of this decade” (07/06/21) produzido por David Folkerts-Landau (e membros de sua equipe), economista alemão com longa experiência no FMI e atualmente economista-chefe do Deutsche Bank.

O texto externa preocupação com a complacência atual do Federal Reserve com a inflação no contexto de seu novo arcabouço de política monetária que não mais preconizaria a elevação do juro básico frente a uma alta das expectativas de inflação. Sem uma postura preventiva, o Fed acabará por agir tardiamente na medida em que a economia superaquecer em 2022, podendo gerar uma recessão de vulto e propagando stress financeiro pelo mundo, especialmente em países emergentes.

Para os autores, o novo arcabouço do Fed poderá permitir que pressões inflacionárias transitórias se perpetuem, tal como visto nos anos 70, quando, a exemplo de hoje na visão dos autores, o combate à inflação foi negligenciado em detrimento da preocupação com o nível de desemprego. “Em resumo, estamos testemunhando a mais importante mudança na política macro global desde o eixo Reagan/Volcker nos anos 80.” (tradução minha).

Em um polo oposto, encontramos o trabalho do ex-economista para América do Norte da Merrill Lynch, David Rosenberg (hoje consultor), intitulado “No new eras” (maio/21). O autor é cético quanto à força da recuperação nos EUA, esperando uma reação lenta do mercado de trabalho na medida em que a força da recuperação, apoiada na demanda de duráveis e indústria de construção, não continuará por muito tempo, pela forte antecipação de gastos ocorrida até aqui.

A RECUPERAÇÃO CÍCLICA GLOBAL E A TENDÊNCIA ESTRUTURAL

COMENTÁRIO MACRO



Rosenberg também aponta para uma tendência mais poupadora do consumidor americano, com dados mostrando que cerca de dois terços dos auxílios recebidos não têm sido consumidos. E chama atenção para os ganhos recentes de produtividade na economia norte-americana (dada a expectativa de uma recuperação lenta do mercado de trabalho), o que evitaria pressões inflacionárias duradouras, em coerência com expectativas inflacionárias que não mostram desancoragem. É, ainda, cético quando à alta das commodities, dada a desalavancagem em curso na economia chinesa.

Não haveria, nesse contexto, mudança estrutural na tendência da taxa de juros: analisando “as forças estruturais em jogo – demografia, dívida, mudança tecnológica, a resposta é não: a tendência à queda da taxa natural de juros não foi interrompida pelo ciclo das commodities e cadeias de oferta que sofreram uma disrupção temporária” (tradução minha).

Esta abordagem guarda algumas semelhanças com texto recente do também alemão Jan Hatzius, “Why the Economy Won’t Overheat” (07/06/21), economista-chefe da Goldman Sachs. Hatzius enxerga um grau de ociosidade ainda elevado no mercado de trabalho dos Estados Unidos, que tende, junto com os ganhos de produtividade observados até aqui, evitar um sobreaquecimento. Nos próximos meses, o ritmo de crescimento deve mostrar menor impulso na medida em que o estímulo fiscal for sendo reduzido.

Por fim, recorremos aqui também à apresentação recente de Olivier Blanchard (objeto de coluna de Fernando Dantas em 04/06/21), ex-economista-chefe do FMI e atualmente professor do MIT, intitulada Rethinking Fiscal & Monetary Policy, Post-Covid (02/06/21). A partir de uma análise da evolução histórica da taxa de juros neutra global em período que antecede a forte alta verificada nos anos 70, Blanchard sustenta que há, sim, uma tendência secular de redução do juro real de equilíbrio. Essa redução do juro neutro tende a persistir, mesmo que haja períodos em que haja “bumps” nessa tendência, como no momento a política fiscal super expansionista do presidente Biden.

É oportuno compararmos aqui o momento vivido hoje com a experiência dos anos 60 e 70, frequentemente evocada (como no texto do DB) como paradigma relevante para entender o momento atual. Quem tem um pouco mais de cabelo branco e viveu naquele contexto sabe que era um mundo muito diferente, mais industrial, com maior poder dos sindicatos e prévio à revolução da microeletrônica, internet e digitalização.

Mas a diferença mais fundamental para o debate atual era o nível ainda rudimentar da gestão de política econômica. Até 1971, os países desenvolvidos estavam atados ao regime de paridades de câmbio fixas do padrão ouro. A política monetária, nesse contexto, era atriz coadjuvante da política fiscal keynesiana, que buscava garantir o controle da demanda para gerar o máximo emprego e bem-estar.

A RECUPERAÇÃO CÍCLICA GLOBAL E A TENDÊNCIA ESTRUTURAL

COMENTÁRIO MACRO



A elevação dos déficits fiscais nos EUA, no contexto da criação do estado do bem-estar e gastos crescentes com a guerra do Vietnã, estiveram na raiz do colapso do sistema de taxas de câmbio fixas, o regime de Bretton Woods. Aliado ao choque dos preços do petróleo de 1973, tal ruptura elevou substancialmente a inflação global em contexto de desaceleração econômica. Passamos a conhecer a “estagflação”.

A âncora monetária ruiu e buscou-se substituí-la pelo controle de agregados monetários. Mas, exceto em alguns poucos países (Alemanha e Suíça, entre os mais relevantes), a inflação manteve-se elevada, atingindo dois dígitos nos EUA (8,1% na média de 1971 a 1980, com pico de 13,3% em 1979). Sob o comando hesitante de Arthur Burns, o Federal Reserve não agia de forma a buscar uma redução consistente da inflação, pela insistência dos governos e parcela dos economistas em defender que se buscasse domar a alta de preços via “política de rendas”, leia-se, controles de preços e salários (a respeito, consultar o excelente livro de José Júlio Senna, “Política Monetária – ideias, experiências e evolução”).

O regime de metas de inflação, o uso da regra de Taylor, o papel das expectativas inflacionárias e o “forward guidance” surgiram décadas depois. Estávamos então em contexto de uma condução da política monetária estilo tentativa e erro, que não por acaso gerou uma forte desancoragem das expectativas e culminou com a gestão Paulo Volcker no Fed, que acabou matando a inflação com a taxa do Fed Funds atingindo, ao final de 1980, 22% (sim, vinte e dois por cento) ao ano.

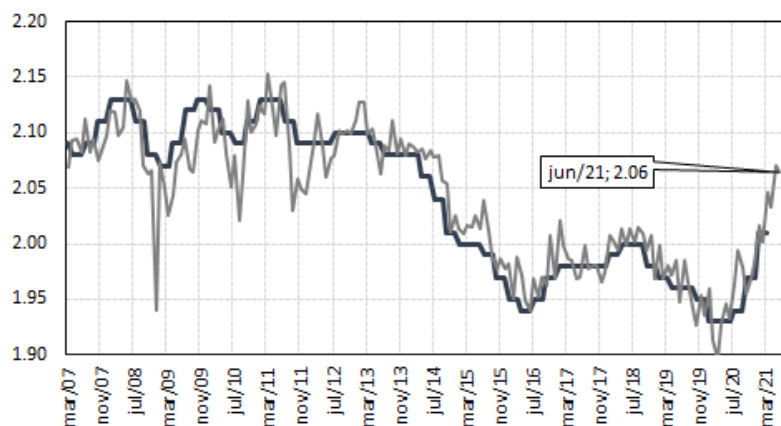
Os déficits fiscais experimentados pelos EUA no final da década de 60 e 70 nem eram tão espetaculares quanto os níveis atuais ou relativamente ao novo pacote do Presidente Biden ora em negociação no Congresso. A explosão inflacionária do final dos anos 60 a 70 em grande medida foi um fenômeno monetário, como defendeu Milton Friedman à época. A inflação não desancorou; inexistia uma âncora monetária. Foi movimento simétrico à deflação dos anos 30, que Friedman e Anna

Schwartz (no clássico “A História Monetária dos Estados Unidos”) tão corretamente mostraram ter sido um fenômeno monetário igualmente associado a erros crassos da gestão do Fed.

Assim, há grande diferença quanto ao mundo de hoje. O novo arcabouço do Fed não foi uma resposta à Covid, e sim à mudança feita por conta de mais de uma década de inflação persistentemente abaixo da meta, em contexto de um juro estrutural em queda e flertando com a vizinhança do “effective lower bound” (objeto da apresentação citada de Blanchard).

E no contexto atual, corremos o risco de observar um processo de desancoragem de expectativas? A medida de expectativas construída pelo Fed e muito destacada nos discursos mais recentes do vice-presidente Richard Clarida, o “Index of Common Inflation Expectations”, marcou 2,01% neste primeiro trimestre, vindo da mínima de 1,93% atingida no auge da crise no ano passado. Estimamos com dados de alta frequência que esse indicador esteja mais próximo de 2,06% em junho, ainda abaixo, mas próximo à média de 2,09% observada entre 1999 e 2013, antes de iniciar o longo período de expectativas muito baixas.

Gráfico 1: Expectativas de Inflação do Fed (%) - Projeção alta frequência

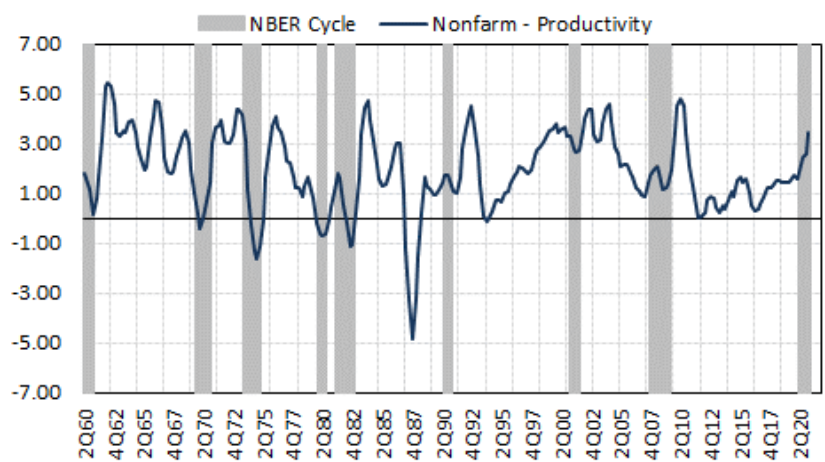


Fontes: Federal Reserve, ASA Investments

Como o vice-presidente disse em discurso em abril deste ano, um deslocamento persistente para cima desse indicador seria um indicativo de que a política monetária precisa ser ajustada. Qual é o nível exato que o Fed busca ver as expectativas antes de iniciar qualquer processo de ajuste não é claro, até mesmo porque a autoridade monetária fez questão de manter graus de liberdade na apresentação do novo arcabouço. De qualquer forma, o que temos aqui ainda não é um patamar compatível com a desancoragem, e o Fed tem indicado que está acompanhando e irá agir caso o movimento seja neste sentido.

Vale também lembrar que a recuperação cíclica em curso tem sido acompanhada de ganhos de produtividade expressivos. No 1T21 a produtividade do setor manufatureiro mostrou alta de 5,4% em termos anualizados, o ritmo mais intenso desde o 4T09. Acompanhar o comportamento da produtividade na medida em que tanto a oferta quanto a demanda se normalizem no mercado de trabalho dos EUA será importante para a trajetória da inflação e expectativas, dada a possibilidade de que, além da elevação cíclica, a produtividade possa ser impulsionada pelos avanços recentes da digitalização.

Gráfico 2: EUA - Produtividade do Setor Manufatureiro- Ac. 4 trimestres (%)



Fonte: Bloomberg, ASA Investments

Mas o debate deverá continuar intenso, já que no curto prazo continuaremos a ver a inflação corrente elevada, por se combinar choques de oferta nas cadeias de suprimento globais, preços de commodities ainda em elevação e descompressão dos preços de serviços mais afetados pelo distanciamento social.

A diferença dos episódios históricos passados de inflação muito elevada ou excessivamente baixa deverá ser que o Federal Reserve não deverá se omitir de buscar o disciplinamento das expectativas inflacionárias, mensagem que foi dada, aliás, na reunião do FOMC de ontem, refletindo a melhora cíclica da economia. Na nossa visão, teremos, no dizer de Blanchard, muitos “bumps”, mas sem mudança estrutural quanto à tendência de inflação e juros estruturais ainda em viés de baixa.



Carlos Kawall

Diretor

Gustavo Ribeiro

Economista-chefe

Débora Nogueira

Economista Internacional

Leonardo Costa

Economista

Gabriel Braga

Estagiário

Acesse asainvestments.com