



**OFERTA VERSUS
DEMANDA NA
RECUPERAÇÃO
ECONÔMICA GLOBAL**
COMENTÁRIO MACRO



No período recente verificou-se uma consistente melhora na evolução da pandemia, com os impactos da variante Delta sendo controlados pelo avanço da vacinação, permitindo a gradual retomada da atividade no setor de serviços presenciais. Contudo, verificou-se também movimento de redução das expectativas de crescimento da economia global, dada a complexidade de da retomada atual, marcada por questões ligadas à oferta de bens e também mudanças na composição da demanda. Misturam-se aspectos mais passageiros daqueles que são mais estruturais, ditando pressões inflacionárias que aumentam os dilemas na condução da política monetária pelos bancos centrais. A isso se soma impactos relevantes da transição energética (descarbonização), que devem gerar um crescimento mais moderado da China a partir de 2022. É nesse contexto mais desafiador que, infelizmente, o governo optou por intensificar a sua guinada populista, na prática rompendo o teto de gastos.

A boa notícia para o final de 2021 são sinais praticamente generalizados do sucesso da vacinação em conter a variante delta da Covid-19, notadamente hospitalizações e óbitos. Mesmo em ritmos variados, a normalização das atividades presenciais é crescente, com a sensação que o pior já passou. Mas, ao mesmo tempo, o otimismo com o ritmo da recuperação global diminuiu, com revisões baixistas para o PIB de 2021 e, em menor medida, para 2022.

Um ponto de partida para entender a recuperação atual é o trabalho “Demand composition and the strength of recoveries”, de Martin Beraja & Christina K. Wolf, NBER Working Paper 29304, set/21. A tese dos autores é que recuperações econômicas de recessões causadas por queda na demanda de serviços (ou não-duráveis) tendem a ser mais fracas que aquelas geradas pela redução na demanda de duráveis, que são mais convencionais. Isto porque estas últimas envolvem o acúmulo de demanda reprimida por duráveis, enquanto no caso daquelas que atingem o setor de serviços não há a recuperação da demanda do serviço não consumido na crise (como viagens, alimentação fora de casa, serviços pessoais), fazendo com que sejam relativamente menos potentes.

A recuperação econômica global da Covid-19 envolve, contudo, questões mais complexas, pois além de aspectos ligados à demanda, há choques de oferta. E há também questões estruturais a serem consideradas, tanto pelo lado da oferta quanto da demanda. O impacto na inflação é ainda mais incerto, pelos “lags” envolvidos na normalização tanto da oferta quanto da demanda, colocando dilemas para a política monetária. Sem querer fazer uma listagem exaustiva, julgamos que ajudaria a organizar o debate separar tais questões em quatro categorias.

(i) Aspectos conjunturais ligados à demanda – A pandemia não apenas poupou o setor de duráveis (incluindo também materiais de construção civil) como intensificou a demanda de tais bens, tendo havido em boa medida alguma antecipação do consumo. Deve ainda existir alguma demanda reprimida ligada a restrições de oferta (como no caso de automóveis) e à reestocagem, mas muito mais finita no tempo do que no caso da clássica demanda reprimida de recessões convencionais.

A demanda de serviços presenciais (sobretudo ligados às famílias), mais afetada, tende a se recuperar, mas mais lentamente do que o imaginado pelo receio ainda elevado de contágio, vacinação desigual entre regiões econômicas e risco de novas cepas. Por outro lado, a demanda por serviços não presenciais (especialmente TI, mais voltados às empresas) está em patamar recorde.

Há ainda a demanda criada pela política fiscal, que essencialmente foi feita via política de renda, com transferências às famílias. Com a redução ou fim dos incentivos, haverá impacto negativo no consumo em geral.

(ii) Aspectos conjunturais ligados à oferta – há um desequilíbrio nas cadeias de suprimento globais, notadamente em chips para bens duráveis, cuja normalização está mais lenta do que o imaginado e, também, no setor de logística (frete, sobretudo de containers), problema que se agravou no período recente. A inflação mais alta (também ligada a custos energéticos) subtrai renda do consumidor, prejudicando a recuperação do consumo.

Também se observa restrição na oferta de mão de obra, com uma redução da taxa de participação em decorrência de temores ligados à pandemia ou dificuldades de retorno ao trabalho presencial enquanto filhos não retomarem a normalidade de atividades de educação, gerando pressões salariais, como é notório nos EUA.

No Brasil, por questões climáticas, tivemos também choques de oferta ligados a alimentos e energia elétrica. No curto prazo, as expectativas para a safra de 2022 são positivas (chuvas normais), enquanto na energia elétrica ainda é cedo para saber.

(iii) Aspectos estruturais ligados à demanda – a demanda por serviços presenciais poderá ser reduzida permanentemente pelo aumento de atividades como o trabalho remoto, ensino à distância, telemedicina e pela redução do turismo de negócios e eventos corporativos presenciais.

Ao afetar o consumo de serviços presenciais, parte deles ligados a atividades de menor produtividade e empregos menos qualificados, a pandemia tende a aumentar a desigualdade de renda, diminuindo a propensão marginal a consumir e reduzindo o consumo de modo mais estrutural. Por outro lado, o estímulo a investimentos em tecnologia de informação para substituir o serviço presencial eleva a demanda também de modo estrutural.

Há quem defenda que a redução no consumo de serviços presenciais possa ser compensada por uma elevação também duradoura no consumo de bens. Mas não encontramos uma justificativa para tal comportamento, ou seja, para que não haja meramente um aumento de poupança.

(iv) Aspectos estruturais ligados à oferta – É possível que parte do recuo da taxa de participação no mercado de trabalho, verificada na pandemia, seja mais duradoura. É o que sugere o caso dos EUA,

com aumento de aposentadorias antecipadas e dificuldades na contratação no caso de serviços presenciais. Em particular, a opção em prescindir do trabalho para cuidar de filhos menores tem impactado sobretudo a taxa de participação de mulheres (ver, a respeito, o artigo “4.3 Million Workers are Missing. Where did they go?”, de Josh Mitchell, Lauren Weber e Sarah Chane Cambon, Wall Street Journal, 14/10/21).

Também preocupa muito a transição energética. Por motivos alheios à Covid-19, estamos assistindo a restrições de oferta que se ligam ao desincentivo ao uso de energias não-renováveis mais poluentes (descarbonização), especialmente na Europa e China, um dos fatores por trás do choque de preços do gás natural na Europa (o gás como uma energia não-renovável de transição cuja demanda está em elevação, por ser menos poluente).

Há evidências de que a Rússia estaria destinando parcela crescente da oferta de gás para a Ásia, em detrimento da Europa, o que é um risco potencial muito relevante (ver artigo “Gas shortages: what is driving Europe’s energy crisis?”, Financial Times, 11/10/21). A transição energética, ao reduzir o investimento em energias não-renováveis, geraria o que presidente do BCB, Roberto Campos Neto, tem chamado de “inflação verde”. Na semana passada, inclusive, a Alemanha antecipou a data de seu plano de descarbonização em oito anos, para 2030. Novamente, o aumento de custos energéticos tem efeito negativo na renda disponível e recuperação do consumo.

Em particular, a política energética de descarbonização na China é um dos componentes que pode ditar um crescimento estruturalmente mais baixo da economia global, ao lado de outras políticas do governo chinês que buscam reduzir desigualdade (restrições à alavancagem no setor imobiliário, regulação em setores como internet e educação).

No curto prazo, as revisões baixistas do PIB global, especialmente a partir do 3T21, trouxeram um contraponto à preocupação com a forte alta da inflação que se configurou a partir do 2T21, dado o fechamento mais lento do hiato do produto. Contudo, a intensificação dos problemas de oferta e a maior resistência à queda de preços industriais, em contexto de normalização crescente da demanda por serviços, sugerem que a alta de juros nos EUA está mais próxima (fim de 2022 ou início de 2023, com “tapering” começando ainda em 2021). Na Zona do Euro, a alta de juros está mais distante, mas o risco de alta no Reino Unido subiu, podendo ocorrer ainda esse ano.

No caso dos emergentes, a menor credibilidade e a maior inércia jogam a favor de altas mais precoces e mais intensas, como no caso do Brasil (acreditamos que a Selic deve chegar a 9%, com viés de alta,

ver abaixo) e até mesmo em países mais seguros como o Chile, que inclusive acelerou o ritmo de alta na reunião da semana passada (+125 bps).

Vencido o vírus, a pandemia ainda exercerá influência nos processos econômicos ao menos ao longo do próximo ano, no que toca os fatores conjunturais. E poderá ter alguma influência estrutural como decorrência de potenciais mudanças no padrão de consumo de serviços hoje presenciais e na organização da oferta de trabalho, com possível redução da taxa de participação.

Ainda, o processo de transição energética global é outro desafio estrutural a ser enfrentado e que poderá ditar maiores custos de energia ao longo dos próximos anos e um menor crescimento da China, com impactos muito relevantes para países produtores de commodities, como o Brasil.

Enquanto o cenário global pós-Covid se torna mais desafiador, os termos da proposta de criação do Auxílio Brasil apresentados nessa semana, com gastos fura teto, e a reação dos mercados desde então confirmam, infelizmente, o que defendemos em nosso comentário de 08 de outubro (“A frágil melhora das contas públicas e o oportunismo político”), em que chamávamos atenção para a possibilidade de deterioração adicional substancial das condições financeiras. Assim, terminamos esse comentário com a última frase da anterior: “Estão encomendando para 2022 um cenário de estagflação”.



Carlos Kawall

Diretor

Gustavo Ribeiro

Economista-chefe

Débora Nogueira

Economista Internacional

Leonardo Costa

Economista

Gabriel Braga

Estagiário

Acesse asainvestments.com