

A INFLAÇÃO de um CONFLITO

Thomas Wu
economista-chefe
na Itaú Asset

Março, 2022

Nas últimas semanas, os preços de ativos têm, naturalmente, flutuado ao sabor do fluxo de notícias do conflito entre Rússia e Ucrânia. **Mercados reagem de forma negativa a sinais de intensificação da agressão militar russa sobre a Ucrânia** (por exemplo, o preço do petróleo sobe), **assim como reagem de forma positiva a acenos em direção a uma solução diplomática** entre os dois países (por exemplo, o preço do petróleo cai).

Infelizmente, não possuímos vantagem comparativa em saber quais as estratégias de Putin e Zelensky (os presidentes da Rússia e da Ucrânia, respectivamente). Na prática, isso quer dizer que não temos uma opinião forte (e seria arriscado ter) sobre quando teremos o anúncio do cessar-fogo. Se será questão de apenas alguns dias ou se estamos falando de várias semanas, ou, alternativamente, se o confronto voltará a piorar antes de melhorar definitivamente.

Logo, reconhecendo nossos limites, temos concentrado nossos esforços em entender as **implicações de médio e longo prazo** que resultarão dessa crise geopolítica. **Quando**, eventualmente, o **cessar-fogo** for anunciado, afora uma Rússia sofrendo com as sanções econômicas e uma Ucrânia lidando com o processo de reconstrução das áreas destruídas, **o que sobra para o resto do mundo? Algum impacto econômico relevante? Ou tudo voltará ao que era antes?**

Nossa análise sugere que o conflito, **mesmo após o cessar-fogo, deixará como saldo um novo choque inflacionário**, dessa vez sobre os preços de alimentos. Ainda é difícil estimar com precisão a magnitude e a persistência desse choque, pois elas dependerão de variáveis ainda em aberto, como o tempo de duração desse conflito. Porém, **o risco parece ser assimétrico em direção a uma inflação de alimentos mais alta**.

Para explicar o racional desse novo choque de alimentos, vale fazer um parêntesis e lembrar como, ao longo de 2021, descobrimos que as cadeias de produção global de bens industriais eram **muito eficientes, mas pouco robustas**. Cada país se especializou em produzir apenas uma pequena parte do produto todo, permitindo queda nos custos de produção. Mas quando um surto em um único país precisava ser contido, a produção da cadeia inteira era interrompida. Afinal, um smartphone não pode ser vendido sem sua tela ou sem o processador.

Assim, voltando para o presente, estamos percebendo agora que as **cadeias de produção da agropecuária também são pouco robustas**. Elas se tornaram, ao longo do tempo, complexas e interligadas, de modo que choques localizados acabam sendo propagados para outros produtos em outras partes do mundo.

Tomemos como exemplo trigo, milho, gás natural e petróleo, que são produtos relevantes nas pautas de exportação da Rússia e da Ucrânia. Essas commodities estão em evidência, porque suas ofertas estão sendo diretamente impactadas pelo conflito militar:

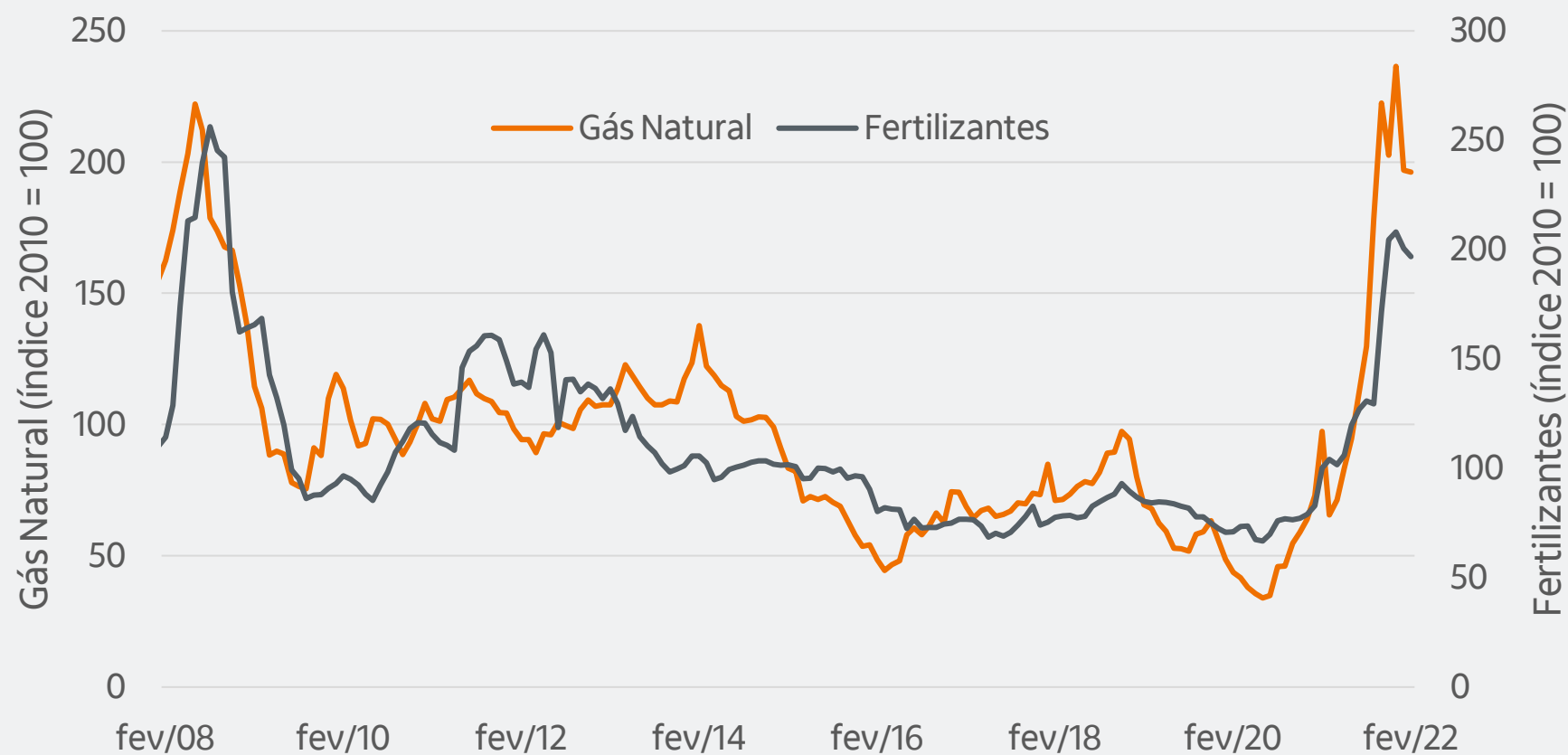


Um choque em trigo e milho afeta o preço e a disponibilidade de ração (que usa farelo de trigo e milho como matérias-primas). Com isso, a cadeia de proteínas acaba sendo afetada: carnes de boi e frango, leite e ovos.



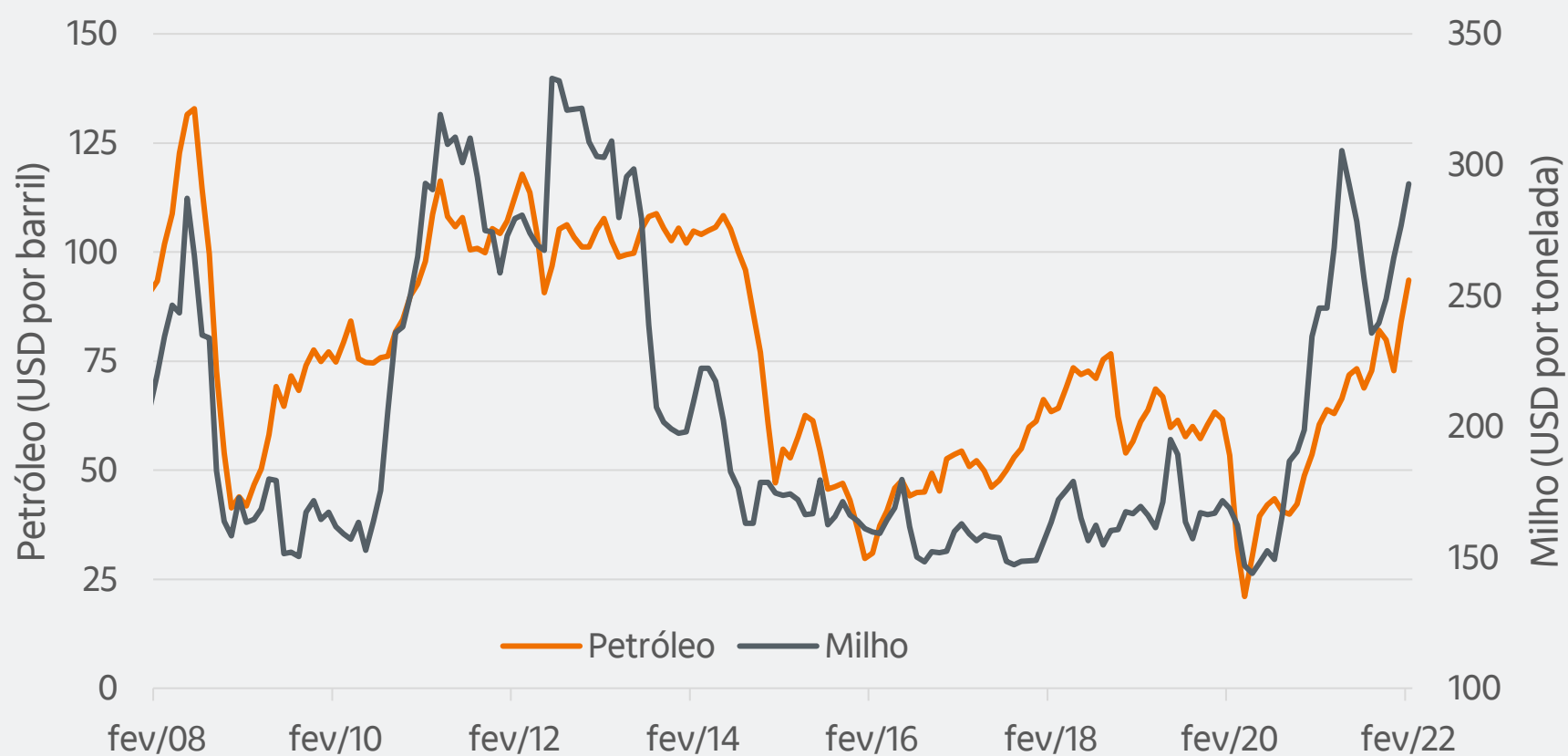
Um choque no gás natural afeta o preço e a disponibilidade de fertilizantes, o que acaba tendo efeitos sobre todos os produtos agrícolas (gás natural não é apenas uma fonte de energia, mas também matéria-prima para a produção de fertilizantes à base de amônia).

O preço do gás natural afeta o preço de fertilizantes



Fonte: Banco Mundial (índice 2010 = 100).

- Um choque no petróleo encarece o **preço da gasolina**. Por efeito substituição, a demanda por **biocombustíveis** aumenta. O principal biocombustível produzido nos EUA é o **etanol**, que usa **milho** como matéria-prima. Quanto mais milho é usado para biocombustíveis, menos sobra para ser usado como alimento.



Fonte: Banco Mundial (média simples entre cotações de petróleo bruto, Brent, Dubai e WTI).

O preço do petróleo afeta o preço do milho

Conforme comentamos anteriormente, os choques de preços nesses mercados localizados (e suas implicações inflacionárias sobre os outros mercados) persistirão no médio e longo prazo. Começando pelos grãos (trigo e milho), é importante ressaltar que uma plantação não funciona como uma fábrica, cuja produção pode ser pausada e posteriormente retomada sem maiores consequências (salvo um atraso na entrega da mercadoria).

Não é possível “pausar” e “retomar” uma plantação. Por exemplo, o trigo que foi plantado na Ucrânia, no final do ano passado, tem que ser adubado agora em março, à medida que a neve derrete. Deixar para adubar o trigo com um mês de atraso em função do conflito não significa que iremos colher esse mesmo trigo um mês depois do planejado. **Quanto mais tempo se perde (em função da guerra), menor é a produtividade (i.e., menor é a safra).** Ademais, se o conflito se prolongar até o fim de abril, coloca-se em risco a safra que é plantada na primavera.

Com relação ao gás natural e o petróleo, **mesmo após o cessar-fogo, a Europa terá que reorganizar sua matriz energética, de modo a reduzir sua dependência às commodities russas.** Governos europeus sabem que essa decisão levará a um custo de energia mais alto, mas essa é uma questão geopolítica e não econômica.

Por fim, há um risco adicional que pode amplificar a magnitude e a persistência de todos esses choques. A expectativa de falta de alimentos pode levar a comportamentos protecionistas de vários governos. Isto é, o medo da falta de alguns produtos pode levar países a proibirem exportações (essa proibição já foi anunciada por diversos governos), o que por si só agrava o problema original de escassez em outras regiões do mundo.



Quais as implicações desse novo choque de alimentos em termos de política econômica?

Aqui é importante perceber a diferença da escassez de smartphones (um problema de inflação) para a escassez de alimentos (um problema de fome e pobreza). **Essa questão humanitária levará governos ao redor do mundo a aprovarem uma nova rodada de estímulos fiscais**, seja um subsídio para evitar aumento de preços ou um complemento de renda para famílias em maior dificuldade.

Do lado da política monetária, quando o choque vem de alimentos, faz sentido focar apenas nos seus efeitos de segunda ordem. Na prática, significa aceitar uma inflação corrente mais alta, desde que os outros preços (que não o de alimentos) continuem rodando em um patamar compatível com o que cada país entende como meta. Para isso, **banqueiros centrais terão que manter as expectativas de inflação futuras ancoradas, o que será uma tarefa bem complicada**. O ponto de partida é bem desfavorável: esse novo choque de alimentos atinge economias globais, que ainda estão sofrendo com os efeitos do choque de bens industriais, que, um ano depois, continua se recusando a arrefecer.



As **incertezas seguirão** presentes e previsões de um conflito são de difícil formulação, fato é que colheremos consequências de médio e longo prazo, com inflação no centro deste debate.

Por isso, nosso radar continuará bem apurado nas evoluções do conflito para incorporar constantemente os impactos em nossas projeções.

Itaú Asset



www.itaubase.com.br



@itaubase



@itaubasemanagement



/itaubase



Mind Asset



/t.me/itaubase