



mar

asset

carta: agosto, 2024

A novidade é a normalidade

*And you run, and you run to
catch up with the sun*

But it's sinking

Racing around to come up behind you again

The sun is the same in a relative way

But you're older

Pink Floyd, Time

A grande novidade, nem tão nova assim, implementada pelas políticas econômicas globais para combater o efeito economicamente catastrófico do isolamento por conta da pandemia de Covid-19 foi o uso de estímulos fiscais em magnitudes inéditas.

Nas últimas décadas, as medidas fiscais como ferramenta para suavizar os ciclos econômicos haviam dado lugar às medidas de política monetária. Ao longo do tempo, a gestão de política econômica foi deixando de estar sob responsabilidade da classe política e passando a um grupo de técnicos com independência de ação em relação ao governo.

Esse desenvolvimento foi resultado de eventos inflacionários agudos, provocados por políticas de expansão fiscal que tiveram o ciclo político como seu principal motivador. Como disse Milton Friedman, “não há nada tão permanente do que um programa de governo temporário”.

Desde então, a ferramenta fiscal, administrada por políticos eleitos e com objetivos difusos, veio perdendo seu protagonismo em detrimento da ferramenta monetária, essa gerida por equipes de técnicos com mandatos descorrelacionados dos mandatos políticos e objetivos específicos.

O sistema de metas de inflação e a independência do Banco Central contribuíram para uma melhor gestão econômica, reduzindo a volatilidade do PIB e da inflação. Em paralelo, a evolução dos modelos matemáticos serviu

de importante instrumento para os economistas melhor interpretarem a realidade econômica. Esses avanços produziram grande eficiência das políticas por décadas, o que permitiu um melhor planejamento, sobretudo para investimentos de longo prazo, aos agentes econômicos.

Contudo, como sabemos, a história e os ciclos econômicos sempre nos trazem surpresas, e a última que vivemos foi a pandemia.

Em vista do dramático efeito potencial que o isolamento teria sobre a economia, os governantes lançaram mão não somente da ferramenta monetária, como foi no pós-crise financeira de 2008, mas trouxeram de volta, e com força total, o estímulo fiscal.

A magnitude dos desembolsos feitos pelos governos foi sem precedente.

Além da magnitude do estímulo, sua forma também foi inédita. Em eventos passados de grande expansão fiscal, como o New Deal da década de 1930, o governo injetou dinheiro na economia através de grandes obras de infraestrutura. Na pandemia, o modelo foi diferente. Até por conta do isolamento físico, a forma mais eficiente de injeção de recursos na economia foi por meio de transferência direta para famílias, especialmente de baixa renda, e para pequenas empresas.

Ou seja, os modelos de previsão econômica que foram desenvolvidos nas últimas décadas baseados em grande medida nas ferramentas monetárias, tiveram que lidar com a volta do estímulo fiscal em magnitude e formato inéditos, que pouco poderiam ser referenciados com dados históricos.

O resultado foi que os modelos não conseguiram servir como ferramenta eficiente para entender e antecipar o comportamento econômico recente.

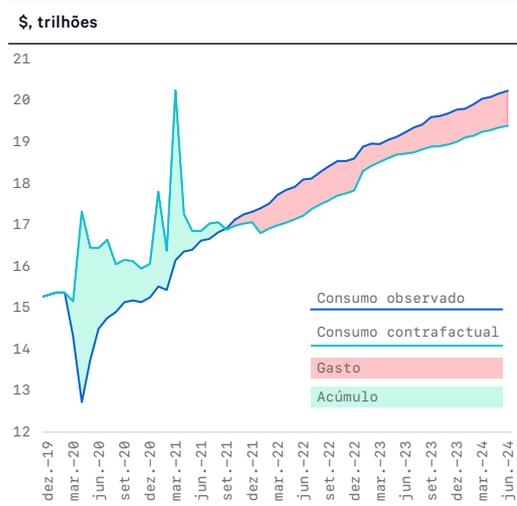
Na Mar, dedicamos bastante tempo a entender e utilizar os modelos disponíveis, mas estamos sempre interessados sobre qual o problema específico que cada modelo tentou resolver quando desenvolvido, bem como as hipóteses utilizadas na sua confecção. Esse entendimento nos ajuda a ter uma boa noção de suas limitações e em que ambientes deveriam ter um desempenho melhor ou pior.

A variável dificultadora para os modelos foi a mudança de comportamento gerada pelo isolamento, que fez com que as famílias não gastassem imediatamente todo o dinheiro transferido pelos governos.

A magnitude das transferências fez com que a maior parte das famílias tivessem renda superior ao pré-pandemia, mas sem a mobilidade para gastá-la. Ou seja, uma grande poupança circunstancial foi formada ao redor do mundo.

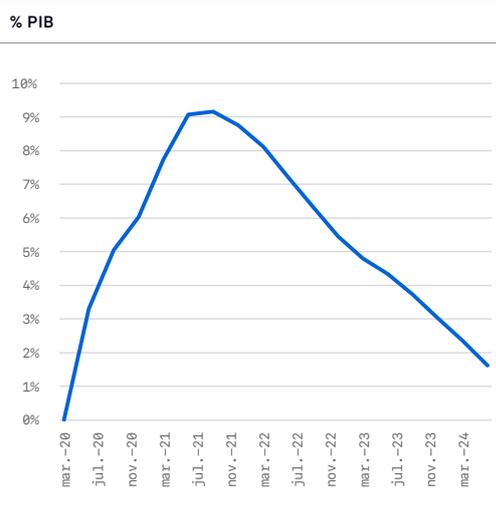
Essa poupança chegou a ser de 9% do PIB nos EUA, por exemplo.

Gráfico 1:
Formação da Poupança Circunstancial



Fonte: BEA, Mar Asset Management

Gráfico 2:
Poupança Circunstancial em % PIB



Fonte: BEA, Mar Asset Management

Por outra ótica, a expansão fiscal dos governos não impactou a economia com toda a sua força de imediato. Ainda que nos anos seguintes a maioria dos governos tenham parado com os gastos extraordinários, as famílias seguiram consumindo o excesso de poupança. Foi como se o estímulo fiscal governamental impactasse a economia de forma parcelada ao longo dos anos posteriores à sua implementação.

Naturalmente, os modelos não estavam calibrados para tamanha novidade. Eles trabalham de forma simplificada na ótica do impulso fiscal - isto é, a diferença da expansão fiscal do governo de um período comparado com a do período anterior. Se o governo gasta mais no ano corrente do que no ano anterior, o impacto sobre o PIB é positivo e vice-versa.

No pós-pandemia, ainda que os governos tenham reduzido seus gastos após o pior momento da crise, o consumo da poupança circunstancial seguiu impactando positivamente o crescimento econômico por vários anos.

O consumo parcelado do estímulo fiscal é a razão, a nosso ver, das surpresas positivas de crescimento não antecipadas pelos mercados.

Enquanto os modelos previram forte desaceleração econômica por conta de alta de juros e redução dos gastos governamentais, a realidade era de forte demanda por meio do consumo do excesso de poupança.

A surpresa gerada pelo forte crescimento da demanda gerou intensa discussão sobre a real potência e defasagem da política monetária que, efetivamente, nunca se materializou de maneira plena.

O intenso debate sobre os efeitos retardados de política monetária, hipóteses de taxa de juros neutras mais altas, desglobalização, descarbonização, que explicariam uma inflação mais persistente, nos parece derivada da surpresa gerada pela resiliência do forte crescimento em meio a uma política monetária restritiva e impulso fiscal negativo.

No entanto, entendemos que, dessa vez, os modelos tenham falhado em identificar o efeito defasado da expansão fiscal e não da restrição monetária. Nossa melhor explicação para essa resiliência do crescimento não está relacionada a nada estrutural, mas conjuntural.

A magnitude do estímulo fiscal transformado em enorme poupança circunstancial é o que gerou a dificuldade dos modelos em prever o crescimento mais forte e por tempo prolongado.

A variável de ruído, poupança circunstancial, é finita. Uma hora, portanto, ela se esgotaria e naturalmente voltaríamos a um ambiente mais semelhante ao pré-pandemia. Sendo assim, uma vez que essa variável “estranha” desaparecesse, estaríamos de volta a uma economia na qual os modelos disponíveis voltariam a ter assertividade alta.

Acreditamos que chegamos nesse momento. A poupança circunstancial já foi consumida em quase sua totalidade e, portanto, a política monetária restritiva começará a ser mais efetiva na redução de demanda.

Gráfico 3:
Taxa de Poupança

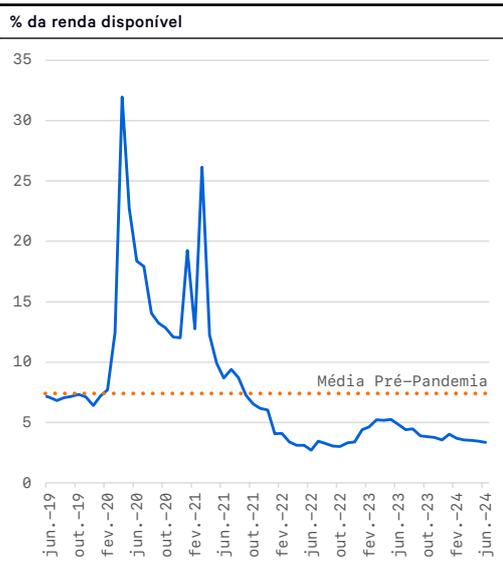
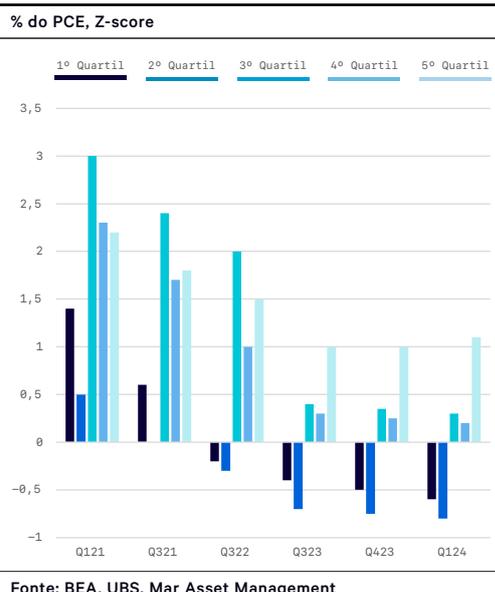


Gráfico 4:
Depósitos em conta e
em Money Markets por Quartil de Renda



A baixa capacidade preditiva nos últimos anos fez com que os modelos perdessem credibilidade entre os *policy makers* e gestores de portfólio. Acreditamos que agora seja a hora de voltar a acreditar na teoria e nos portfólios tradicionais.

O Portfólio 60/40 como sinal de normalidade econômica

O Portfólio 60/40 responde muito bem na grande parte dos ambientes econômicos. Ele consiste em um portfólio que é composto por 60% de ações e 40% de renda fixa pré-fixada de longo prazo.

A ideia é que, em momentos de crise, com maior aversão a risco, a taxa de juros caia e os ganhos de Renda Fixa protejam as perdas da parcela de ações. Enquanto em ambiente de crescimento econômico, as ações se valorizam bastante mais do que as perdas geradas pelo aumento na taxa de juros.

É válido recordar que desde a década de 80 os EUA não viveram ambientes inflacionários. Até 2021, o Portfólio 60/40 atravessou brilhantemente

diferentes ciclos de mercado, aceleração e desaceleração da economia, crises variadas e fortes ciclos de juros pelo Fed.

Porém, sucumbiu no pós-pandemia.

A inflação é a criptonita do “60/40”, uma vez que taxa de juros sobe exatamente para produzir desaceleração econômica e, conseqüentemente, as ações caem. Nesse caso, há perdas em ambas as classes alocadas.

Inflação alta é algo estranho a uma economia tão eficiente e bem gerida como os EUA. Mas a pandemia foi a exceção que desorganizou temporariamente arcabouços bem consolidados.

Com o fim da poupança circunstancial e a normalização da inflação, o portfólio 60/40 voltará a ser uma eficiente forma de alocação de capital, reforçando o clima de normalidade econômica.

As elevadas taxas implícitas na curva de juros são uma poderosa ferramenta de proteção de portfólio a uma desaceleração inesperada da economia americana. Como disse o próprio Jerome Powell em sua última coletiva de imprensa, o nível de juros atual os coloca em posição bastante confortável para combater um aumento inesperado do desemprego, uma vez que há muito espaço para a redução de juros.

Bumps in the road

A volta à normalidade foi a lógica que nos levou a iniciar exposição aplicada em juros curtos americanos a partir da segunda metade do ano passado¹.

Normalização que vem sendo antecipada nos EUA por conta da forte imigração de trabalhadores estrangeiros. Esse fluxo tornou o processo desinflacionário mais suave, uma vez que o excesso de demanda gerado pelo consumo do excesso de poupança foi compensado pelo aumento

1 [Referir-se à nossa Carta “Terra à vista?”, de dezembro de 2023.](#)

de oferta de mão de obra, mantendo os salários controlados e evitando a retroalimentação da inflação.

A hipótese de reequilíbrio do mercado de trabalho, defendida pelo próprio Powell em suas últimas entrevistas coletivas, combinado ao fim da poupança circunstancial, são a base para nossa tese de retorno à normalidade econômica que levará o Fed a normalizar a sua política monetária, atualmente em nível restritivo.

Esse processo não tem ocorrido de maneira suave e, por consequência, o retorno da estratégia Mar Absoluto tem sido volátil. Durante o 4º trimestre de 2023, as nossas posições aplicadas funcionaram muito bem, pois a tese de normalização foi ganhando força no mercado e no debate econômico.

Inicialmente, alguns diretores do Fed a defenderam, como o caso do Gov. Waller. Até que, finalmente, o Chairman Jerome Powell a defendeu de maneira explícita no *press conference* da reunião do Fed de dezembro. Naquele momento, os mercados e a curva reagiram fortemente em nossa direção e a cota performou de acordo.

Porém, o 1º trimestre de 2024 se mostrou muito diferente do que imaginávamos. Nossa expectativa de continuidade da desaceleração do mercado de trabalho e do processo desinflacionário foi atropelada pela divulgação de números muito fortes de emprego e de inflação.

A magnitude dessas surpresas colocou em dúvida a tese da desaceleração e normalização da economia dos EUA. Por exemplo, o Payroll de janeiro mostrou uma criação líquida de 353k novos postos de trabalho em sua primeira divulgação. Esse era um número muito acima da média dos meses anteriores, de cerca de 215k, e do que é compatível com o equilíbrio do mercado de trabalho. A inflação Core PCE, que rodava próxima a 2,0% anualizada no segundo semestre de 2023, elevou-se para 3,4% no 1T24.

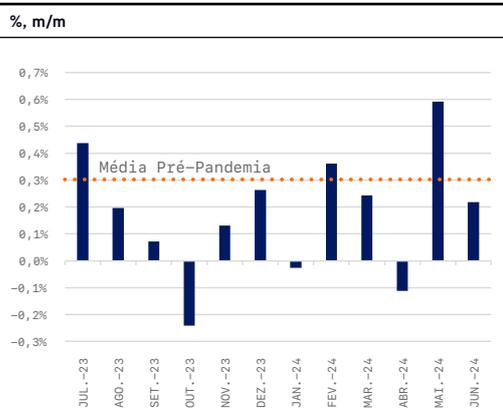
Entre os três cenários possíveis, reaceleração da atividade (no landing), pouso suave (soft landing) e pouso forçado (hard landing), a reaceleração voltou a ganhar força entre economistas e agentes do mercado financeiro.

Os preços dos ativos refletiram essa mudança de percepção. Os mercados reagiram agressivamente, chegando a retirar qualquer precificação

de queda da curva de juros e economistas proeminentes, como Larry Summers, alertaram publicamente para o risco de novas altas de juros no horizonte.

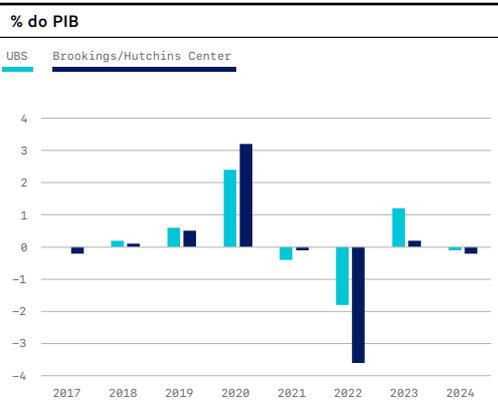
Não obstante, tínhamos dificuldade em enxergar um cenário de reaceleeração para 2024. A poupança circunstancial se esgotara, o crescimento da massa salarial estava de volta ao pré-pandemia, a taxa de poupança das famílias em níveis historicamente muito baixos e o impulso fiscal seria neutro ou negativo. Não havia motores, em nosso ver, para manter um crescimento acima do potencial da economia.

Gráfico 5:
Crescimento Massa Salarial Real nos EUA



Fonte: BEA, Mar Asset Management

Gráfico 6:
Estimativas tradicionais de Impulso Fiscal



Fonte: Brookings, UBS, Mar Asset Management

Ainda assim, reduzimos nossas exposições aplicadas para aprofundar nosso estudo dos dados recentes e melhor entender se havia algo incompatível com nossa tese.

Conforme mais dados foram divulgados, ganhamos confiança de que a força dos números do início do ano parecia mais ruído do que sinal. Mudanças na sazonalidade dos dados de emprego, bem como de ajuste de preços, entre outras distorções derivadas das mudanças de padrões no pós-pandemia, tiveram efeito relevante na divulgação de números mais fortes para a atividade e inflação.

Nossa percepção da normalização de uma economia sem impulsos deveria seguir após os “bumps in the road”, permitindo ao Fed eventualmente executar seu ciclo de redução da taxa de juros.

Assim, voltamos às posições aplicadas em magnitude semelhante ao que tínhamos no início do ano.

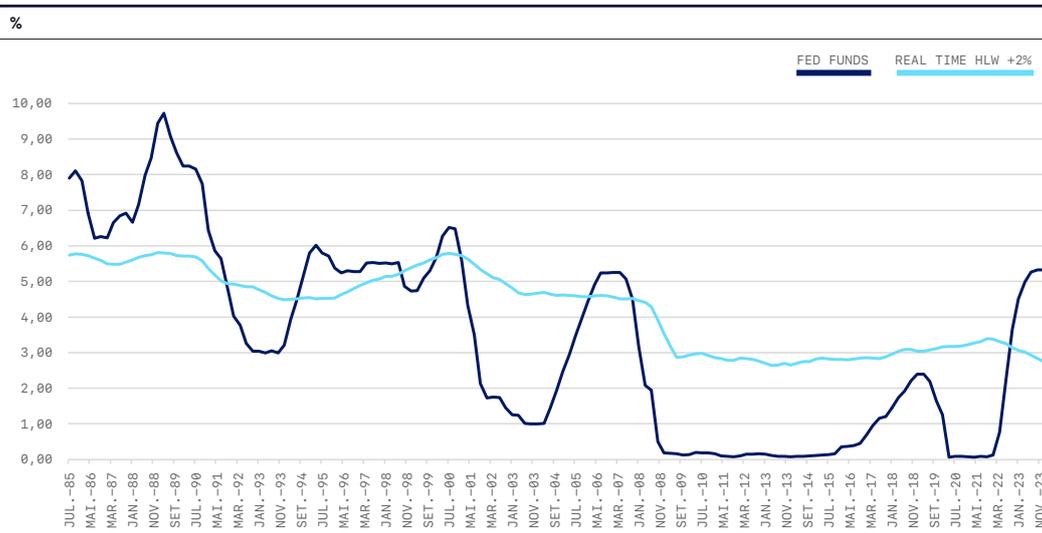
Hard landing é a normalidade

A probabilidade que o mercado atribuiu entre os três cenários possíveis - reaceleração da economia, pouso suave e pouso forçado - foi se alterando ao longo de 2024. Ainda que o cenário central dos mercados seja o soft landing, a probabilidade de reaceleração começou, aos poucos, a ser transferida para a probabilidade de pouso forçado.

Acreditamos que a chance de um erro no excesso de aperto da política monetária gerando um pouso forçado é bastante superior à de um cenário de reaceleração da atividade, em vista de que os vetores de crescimento já não se fazem presentes.

Nos grandes ciclos de política monetária, é natural que os Bancos Centrais levem suas taxas de juros para patamares bastante superiores à neutra para conter os efeitos inflacionários e, posteriormente, a levem abaixo da neutra para enfrentar o excesso de desaceleração. Uma desaceleração suave (soft landing) após um agressivo ciclo de aperto monetário raramente ocorreu na história. O mais usual foi observar uma contração mais intensa do que a desejada (hard landing) e o Fed acabar por agir de maneira a suavizá-la.

Gráfico 7:
Ciclos de Juros e Taxa Neutra Estimada



Fonte: Tesouro Nacional, Mar Asset Management

A possibilidade de o Fed eventualmente levar a taxa para terreno estimulativo é pouco debatida no mercado por conta das repetidas surpresas

positivas de crescimento que experimentamos nos últimos anos. Se estivermos corretos que essas surpresas foram resultado do efeito retardado dos estímulos fiscais e do aumento abrupto de imigração, seria natural, dado o nível atual de juros, vermos o fim do ciclo de cortes com uma taxa Fed Funds abaixo da taxa neutra.

Existem diversos paralelos na história em que a taxa de juros saiu de campo restritivo para estimulativo em um mesmo ciclo. O exemplo do ciclo de corte ocorrido em 2001 guarda importantes semelhanças. É curioso constatar pelos transcripts das reuniões do Fed ao fim do ano 2000 e início de 2001 como as discussões feitas pelos membros do FOMC se assemelham às que temos atualmente.

O Fed havia levado a Fed Funds à 6% depois de uma sequência de forte crescimento da economia, a inflação encontrava-se acima da meta por vários trimestres consecutivos e havia dúvida entre seus diretores sobre a taxa neutra. Quando a desaceleração começou a dar sinais iniciais, com desemprego ainda bastante baixo e PIB ainda crescendo, o Fed decidiu fazer um movimento inicial de queda de juros em forma de um ajuste inicial para, pelo menos, reduzir o nível de restrição.

A bolha do *dotcom* estourou (poderíamos ver algo semelhante hoje) e, um ciclo que começou como apenas um ajuste para evitar uma desaceleração marginal, terminou com uma taxa Fed Funds de 1,75% em dezembro de 2001.

Nossa visão de retorno à “normalidade” econômica, nesse contexto, também é refletida em nossa crença de que não houve mudança relevante na taxa de juros neutra.

Assim como no final da década de 1990, a resiliência do crescimento da economia americana frente aos juros correntes trouxe diferentes hipóteses de como explicar tal fenômeno, atualmente os economistas e os mercados adotaram novamente o consenso de que o juro neutro aumentou.

Nós somos céticos sobre essa tese. A taxa de juros neutra de longo prazo de uma economia responde a fatores estruturais como demografia e produtividade. Tais variáveis não se alteraram de forma relevante entre o pré e pós-pandemia.

Já a taxa de juros neutra de curto prazo responde também a variáveis de curto prazo, expansões e retrações fiscais.

Por isso, nos parece que a taxa neutra de curto prazo realmente subiu por conta dos fortes estímulos fiscais na pandemia. Agora que finalmente se esgotaram, deveríamos ver a taxa neutra de curto prazo voltar a se aproximar da de longo prazo.

Sendo essa construção correta, a política monetária estaria ficando mais restritiva de forma passiva, tanto via queda da inflação e aumento da taxa de juros real, quanto pela queda da taxa neutra de curto prazo aumentando a diferença em relação ao Fed Funds corrente.

Neste caso, ficaria evidente ao longo do tempo a necessidade de o Fed baixar sua taxa de juros para, eventualmente, abaixo de sua taxa neutra no caso de uma desaceleração mais forte do que o esperado pelo consenso.

Mesmo em uma eventual recessão, ainda estaríamos tratando de uma normalização da economia, em que a alta taxa de juros teria seu efeito repercutido na demanda e a própria redução dos juros seria a ferramenta mais eficiente para retomada da atividade.

Ao voltarmos a um modelo econômico em que a ferramenta fiscal devolve o protagonismo para a ferramenta monetária, confirmaríamos a volta de um ambiente normal em que a variação dos juros de um dia administrados pelos Banco Centrais, serve como principal sinal de estímulo ou desestímulo para consumo e investimento.

O impacto da normalização global sobre o Brasil

Com exceção da tese de Inteligência Artificial, os preços dos ativos de mercado têm reagido a um número reduzido de variáveis macro globais nos últimos anos. Dado a sincronização das economias, as decisões macro tem definido a dinâmica das diferentes classes de ativo e em diferentes geografias.

A correlação entre as classes aumentou de maneira significativa, uma vez que a variável mais importante para precificação dos ativos globais, taxa de juros americana, segue “fora do lugar”. Até que vejamos sua

normalização, os ativos reagirão primordialmente à expectativa das ações do Fed.

Por esse motivo, decidimos dedicar tempo e estudo à dinâmica da economia americana. Uma vez que a principal variável que define macro ou micro no Brasil passa a ser as ações do Fed, deixa de fazer sentido operar os ativos locais sem uma opinião bem formada sobre a fonte primária de risco.

A consequência desse processo de normalização da economia global é o fim da sua sincronização e o início da diferenciação entre os países. Cada país viverá seu ciclo específico de expansão ou contração de demanda, gerados por variáveis intrínsecas às suas economias².

Sob essa ótica, avaliamos a situação brasileira como ainda mais complexa no que diz respeito a transição de protagonismo das políticas fiscais de volta para as políticas monetárias.

Tivemos o início de um novo ciclo político em meio a esse processo. Um governo de esquerda foi eleito com metade dos votos populares e com uma baixíssima presença no parlamento. A melhora da popularidade passou a ser a única ferramenta de governabilidade da nova administração.

O governo Lula, como sabemos, entende que sua popularidade é função do crescimento econômico que, por sua vez, é resultante de expansão de gastos do governo³.

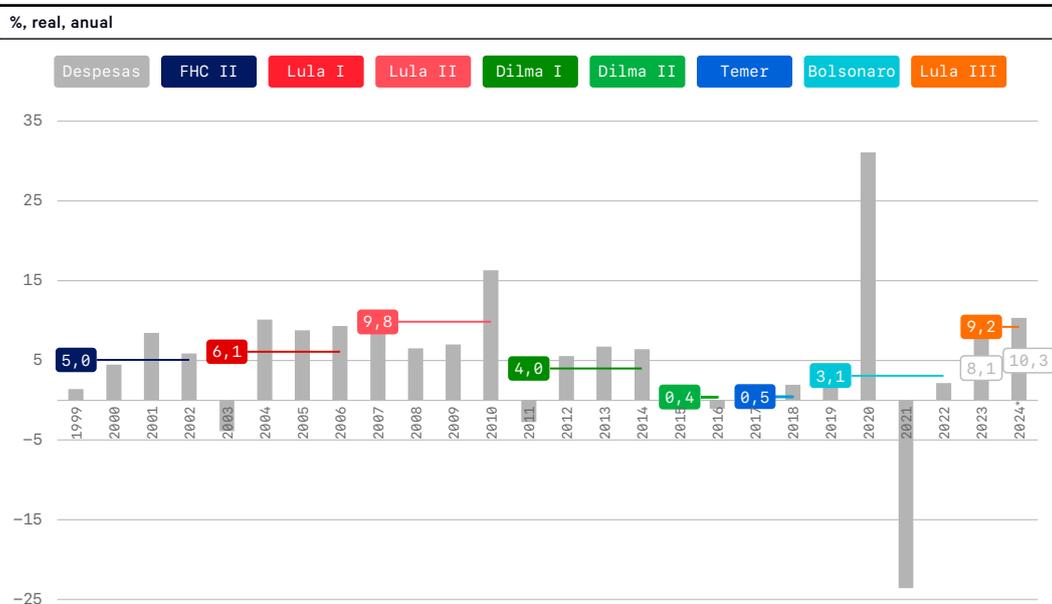
No Brasil, não tivemos o fim das políticas fiscais expansionistas no pós-pandemia. Pelo contrário, desde a eleição do presidente Lula tivemos forte crescimento dos gastos do governo em um ambiente que o ponto inicial já era de PIB acima do potencial, hiato fechado e mercado de trabalho apertado.

2 Esse tema foi explorado de forma mais abrangente em nossa carta [“Apertem os cintos, vamos aterrissar?”](#), de setembro de 2023.

3 Favor referir-se a nossa carta [“Brilha uma estrela...cadente?”](#), de fevereiro de 2023.

Os dois primeiros anos do governo Lula trouxeram surpresas positivas no crescimento do PIB, mas, diferentemente dos EUA, foi o governo que se-guiu pressionando a demanda por meio de impulsos fiscais recorrentes.

Gráfico 8:
Crescimento dos Gastos do Governo Central



*Consideramos as despesas do pagamento de estoque de precatório feitas em dezembro de 2023 como despesa de 2024, pois o foco é o impulso fiscal e as consequências desse pagamento serão mais claras neste ano.

Fonte: Tesouro Nacional, Mar Asset Management

A sustentação do PIB acima do potencial produziu uma forte queda da taxa de desemprego, mais uma diferença em relação aos EUA, levando-a a níveis semelhantes aos menores patamares do governo Dilma.

Escrevemos extenso estudo no qual compartilhamos as razões para o processo desinflacionário brasileiro ter ocorrido em meio a forte crescimento do PIB e queda no desemprego⁴.

A reação dos economistas tem sido de argumentar na direção de um aumento do PIB potencial por conta de uma inflação muito bem-comportada a despeito do forte crescimento. A razão por detrás dessa melhora do potencial seria a sequência de reformas estruturais aprovadas desde o Governo Temer.

4 Carta: "Soft landing em perspectiva: o caso do Brasil", Maio de 2024.

Assim como na discussão de taxa neutra, não acreditamos que fatores estruturais tenham mudado de forma significativa a ponto de justificar o crescimento tão alto do PIB visto nos últimos anos.

No caso brasileiro, a desaceleração do crescimento demográfico, que saiu de algo ao redor de 2% a.a. nas últimas décadas e hoje se encontra mais perto de 0,5%, é a principal variável explicadora de nossa queda no PIB potencial.

Infelizmente, um PIB potencial que nas últimas décadas estaria entre 2% e 3%, ainda que as reformas tenham contribuído positivamente, foi afetado negativamente pela queda do crescimento demográfico que é dominante na determinação dessa variável.

Por isso, defendemos em nosso estudo que o processo desinflacionário brasileiro é fruto da desinflação global que, além de impactar os produtos importados ou indexados ao dólar, acabou se transmitindo para preços de serviços locais por meio da inércia aos índices de preços aos produtores, como é o caso da indexação dos aluguéis e condomínios ao IGP-M.

Ainda que esse efeito desinflacionário seja bem-vindo para controlar a inflação, ele é temporário.

Observamos fenômeno semelhante no ciclo de corte de juros do Henrique Meirelles em 2005.

Naquele momento, uma grande apreciação do real também teve forte efeito desinflacionário sobre os produtos importados, ocasionando a falsa sensação de que o crescimento muito forte do PIB com baixa inflação seria indicação de aumento do PIB potencial ou queda da Nairu.

Uma vez que a apreciação cambial cessou e os preços importados pararam de cair, a inflação de serviços passou a responder ao dinamismo da economia interna, aumentando de forma permanente em 2007 e somente sendo efetivamente controlada no mandato do Ilan Goldfajn no governo Temer a partir de 2016.

Atualmente, existe um ambiente inflacionário de fundo que foi construído no Brasil através de um acúmulo de impulsos fiscais, paralelamente a um processo desinflacionário temporário e superficial, influenciado por uma

queda dos preços globais que está próximo ao fim. Nossa economia opera acima do potencial, a taxa de desemprego segue em direção a níveis ainda mais incompatíveis com preços em equilíbrio, temos um governo que necessita elevar sua popularidade na reta final de seu mandato, além de expectativas de inflação já bastante acima da meta, e com uma nova composição do Copom que tem reduzida credibilidade com o mercado.

Existe um risco relevante de um processo inflacionário no Brasil ocorrer no curto prazo, com capacidade limitada de reação do BCB, seja pelas limitações políticas que o atual governo impõe, seja pela manutenção na expansão de gastos do governo.

O momento do seu florescimento parece ser dependente das ações do Fed nos próximos meses. Caso comece o ciclo de cortes, como esperamos, seria natural observarmos uma nova rodada de apreciação do Real, que conteria as pressões inflacionárias internas por mais algum tempo. Caso o Fed postergue seu ciclo de cortes, um dólar forte global pressionaria as moedas emergentes, o Real em particular, e eventualmente potencializaria as forças inflacionárias brasileiras.

Diferentemente dos EUA, enxergamos grande fragilidade na situação macro do Brasil. A razão de fundo é basicamente a manutenção da expansão fiscal para estimular a demanda interna em um momento que o BCB buscava desaceleração do consumo.

Não foi trivial a argumentação utilizada para justificar um ciclo de queda de juros em meio a expectativas de inflação crescentemente acima da meta, queda do desemprego e aceleração do PIB⁵.

O BCB defendeu que a queda da taxa de desemprego para próxima das mínimas históricas não representava uma economia sobreaquecida. Mesmo que fosse, apostava que era uma variável defasada e responderia a eventual desaceleração da atividade, que já estava encomendada pelo ciclo de alta de taxa de juros. O BCB argumentava, respectivamente, que a inflação de salários controlada sinalizava que o mercado de trabalho não

5 Discussimos esses pontos em detalhes em nossa Carta "[Não necessariamente sobre política monetária](#)", de junho de 2023.

estava tão apertado e que o crédito já desacelerava, tal qual o esperado após o aumento da Selic implementado até então.

Esses argumentos não se provaram corretos. A atividade não desacelerou como previsto, o crédito voltou a expandir fortemente após o ciclo de cortes e as expectativas seguiram desancorando. Ao mesmo tempo, indicadores de inflação de salários permaneceram elevados, em níveis incompatíveis com o cumprimento da meta de inflação de maneira sustentável.

**Gráfico 9:
Crescimento Concessões**

%, yoy, 3MMA



Fonte: BCB, Mar Asset

**Gráfico 10:
Inflação de Salários**

%, yoy



Fonte: IBGE, Itaú, Ministério do Trabalho, Fipe, Mar Asset

Ainda assim, a inflação IPCA corrente segue relativamente bem-comportada por conta, em nosso ver, da desinflação global. Mas, não sabemos até quando.

Ciclo Político

A observação do ciclo político nos parece ser necessária para investir em países emergentes.

A aproximação do próximo ciclo presidencial brasileiro, apesar de ainda parecer distante, começa a receber nossa atenção. A partir do segundo

semestre do ano que vem, devemos assistir o mercado antecipar nos preços suas expectativas sobre a próxima eleição.

Isso faz com que tenhamos um certo equilíbrio de forças sobre as decisões de política econômica no Brasil. Caso o governo Lula decida pressionar ainda mais os gastos governamentais em vistas a melhorar sua popularidade às vésperas da próxima eleição, provavelmente veríamos uma certa desorganização macro, dado o frágil ambiente inflacionário e fiscal

Esse tipo de volatilidade deveria produzir queda da popularidade do presidente e aumento da chance de um opositor, como o governador Tarcísio de Freitas, em vencer as eleições.

Esse equilíbrio de forças poderia, ou deveria, conter medidas mais irresponsáveis do atual governo. No caso de um “all in” do Lula, o mercado começaria a antecipar sua futura derrota e a vitória de um governo mais responsável fiscalmente.

Por isso, acreditamos que a aproximação das eleições, diferente de outros ciclos, deveria reduzir a volatilidade dos preços e abrir espaço para que as ações performem mais de acordo aos resultados operacionais do que das decisões macro.

É nesse contexto que enxergamos oportunidades únicas de investimento em empresas brasileiras geridas por excelentes executivos, com ampla oportunidade de boa alocação de capital, e sendo negociadas a taxas de retorno implícitas que nunca tivemos oportunidade de investir.

Mais uma vez, a diferenciação dos ciclos entre EUA e Brasil reafirma nossa percepção de volta à normalidade, em que cada economia volta a operar de acordo com seus fundamentos e peculiaridades e não mais de forma sincronizada.

Após um período de altíssima correlação dos ciclos e preços de ativos, a decorrelação entre as classes deve voltar a subir. A geração de alfa através de stock picking e teses macro específicas devem voltar a ser a norma.

mar

asset

Relação com investidores

Igor Galvão

55 21 99462 3359

contato@marasset.com.br

rio de janeiro – rj – av. ataulfo de paiva 1165 / 801, leblon – 22440 034

marasset.com.br