

carta: Junho, 2022

Ondas e preços

**mar** asset  
management

## Introdução

A economia global vive momentos extraordinários desde o início da pandemia de Covid-19.

A velocidade que vacinas eficazes contra a doença foram desenvolvidas foi surpreendente e algo inédito na história. Apesar de ainda dramática, a dor social seria muito maior não fossem as vacinas.

Os impactos econômicos da pandemia também foram intensos. Assim como os avanços na medicina, políticas econômicas inéditas foram implementadas ao redor do mundo e reduziram de maneira significativa o custo econômico da pandemia.

Apesar de já termos passado o pior momento econômico da crise, ainda vivemos com as consequências da adoção de medidas tão fortes. A principal consequência é a inflação.

O custo necessário para controlar a inflação definirá como a economia e os mercados globais se comportarão nos próximos trimestres.

Um controle através de um pouso suave (Soft Landing) seria uma excelente notícia para as economias e ativos de risco. Um pouso forçado (Hard Landing) teria custos relevantes de atividade, desemprego, volatilidade e desorganização dos preços atuais.

Nas próximas páginas, mergulhamos nesse tema com intuito de entender melhor a gravidade do cenário inflacionário global, o potencial custo para controlá-lo e como posicionar o portfólio frente a esses desafios.

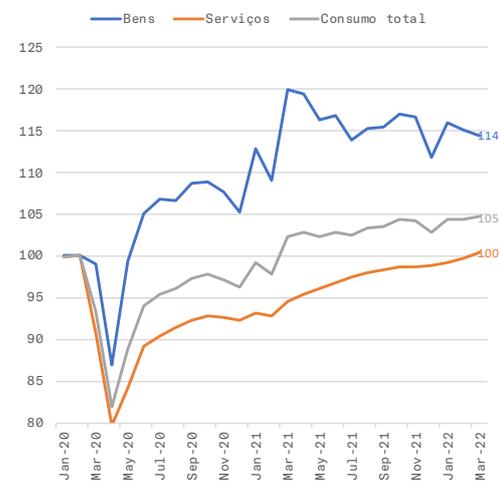
## Contextualizando o ambiente inflacionário

Nosso diagnóstico sobre a inflação global durante a pandemia atravessou algumas etapas. Inicialmente, considerávamos a inflação um fenômeno estruturalmente temporário e decorrente de uma mudança da cesta de consumo das famílias para mais bens em detrimento de serviços. Com as restrições à mobilidade devido a pandemia, vários serviços deixaram de ser providos e as famílias realocaram a sua parte do orçamento para a compra de mais bens.

O desvio teria pressionado a demanda por bens e elevado seus preços. Nos EUA, por exemplo, a maior parte do aumento da inflação até o primeiro semestre de 2021 tinha sido quase que exclusivamente em bens e serviços relacionados a reabertura. A inflação dos demais serviços tinha pouco se movido até então.

**Gráfico 1: Composição do consumo das famílias nos EUA**

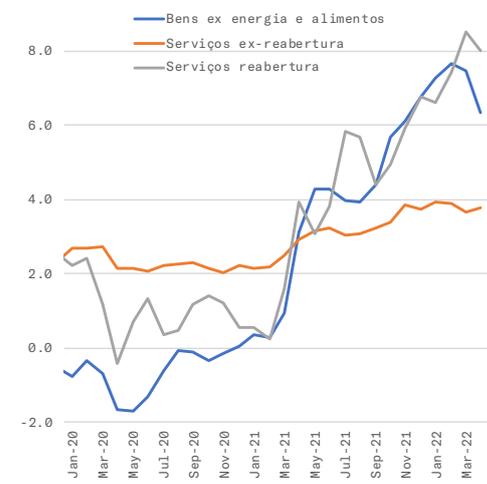
número índice, fev-20=100



Fonte: BEA, Mar Asset Management

**Gráfico 2: Composição do núcleo da inflação PCE nos EUA**

%, yoy



Fonte: BEA, Mar Asset Management

Entendíamos que, uma vez normalizada a mobilidade, o orçamento migraria de volta para os serviços. Isso diminuiria a demanda e aliviaria a inflação de bens.

Esse rebalanceamento não seria suave, mas, ainda que implicasse em uma volatilidade alta da inflação corrente, essa acomodação dos preços se daria sem maiores consequências para a inflação à médio prazo.

Tal diagnóstico fez com que não antevíssemos com clareza o tamanho necessário dos ciclos de alta da taxa de juros e, por consequência, a queda do mercado de ações no Brasil na segunda metade de 2021.

Aos poucos, nosso diagnóstico foi migrando da interpretação de uma inflação puramente provocada por mudanças bruscas nos preços relativos para a de uma inflação de demanda agregada. A inflação mais alta seria consequência da combinação entre a mudança de perfil de consumo e os fortes estímulos fiscais e monetários. Conjuntamente com a volta de mobilidade e choques de oferta, esses fatores pressionavam os preços de maneira generalizada.

Assim, conseguimos capturar a oportunidade do forte ciclo de alta de taxa de juros no Chile. Naquele país, os estímulos fiscais (transferências diretas do governo), mais os resgates dos fundos de pensão, somaram aproximadamente 35% do PIB e elevaram significativamente a renda das famílias.

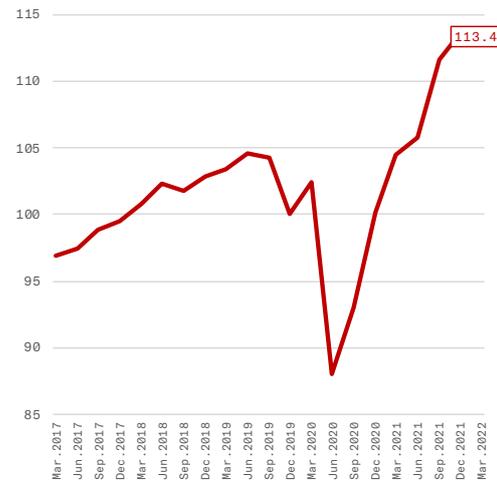
O Chile foi um dos países que primeiro vacinou parcela relevante de sua população contra a Covid-19, o que implicou que também foi um dos que mais rapidamente retirou as restrições a mobilidade.

A combinação de estímulos fiscais muito agressivos, rápida volta de mobilidade e taxa de juros no limite de baixa (0,50% a.a.) formou ambiente propício para retomada rápida e muito forte da economia e uma excelente oportunidade para posicionar nosso portfólio para acomodar um ciclo de alta de juros implementado pelo Banco Central do Chile ao longo de 2021 e 2022.

Posição que carregamos por mais de um ano e que gerou relevante retorno para o fundo.

**Gráfico 3: PIB do Chile**

número índice, dez-19=100, s.a.



Fonte: BCCh, Mar Asset Management

**Gráfico 4: Curva de juros do Chile em diferentes datas**

%, a.a.

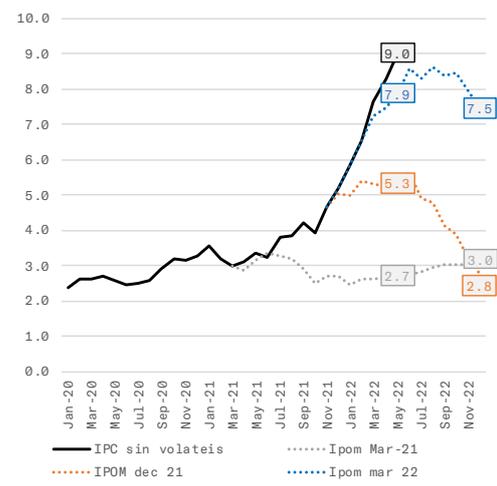


Fonte: Bloomberg, Mar Asset Management

O fenômeno inflacionário seguiu surpreendendo tanto o Banco Central do Brasil, primeiro emergente a começar o ciclo de alta, como o próprio Banco Central do Chile. Ambos fizeram ciclos de alta de juros extraordinários, mas ainda assim tiveram que rever algumas vezes para cima seus cenários prospectivos de juros e inflação.

**Gráfico 5: Chile – núcleo da inflação IPC (sem voláteis) observado vs. projetado pelo Banco Central do Chile em diferentes trimestres (Relatórios de inflação)**

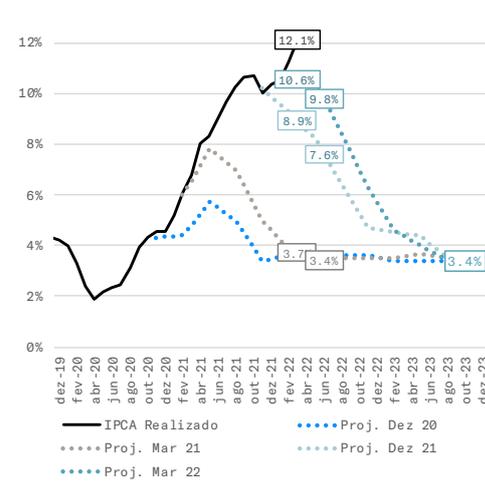
%, yoy



Fonte: BCCh, Mar Asset Management

**Gráfico 6: Brasil - Inflação IPCA realizada e projetada pelo Banco Central do Brasil em diferentes trimestres (Relatórios de inflação)**

%, yoy



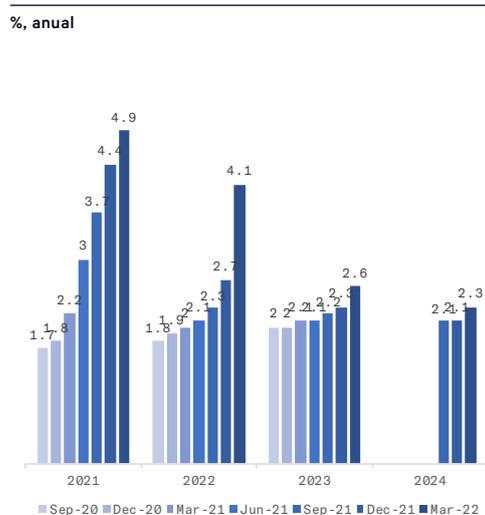
Fonte: BCB, Mar Asset Management

O caminho trilhado por eles foi muito similar. No início, havia a percepção de que não precisariam subir a taxa de juros por bastante tempo, dada a fraqueza da demanda. Passado o período de restrição

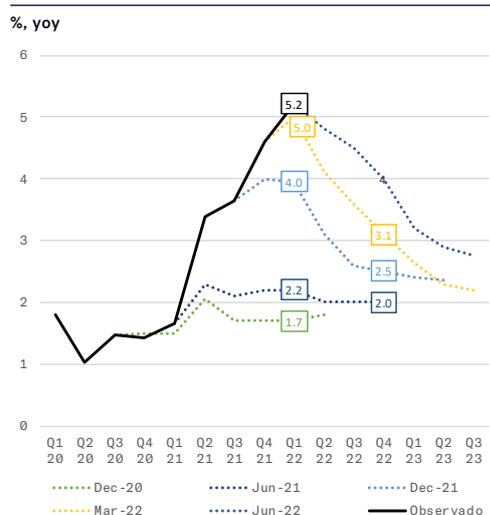
de mobilidade, alteraram a mensagem para: “subiremos, mas de forma muito parcimoniosa”, em seguida: “iremos de forma mais célere em direção aos juros neutro”, para então: “iremos acima do neutro se necessário”, e finalmente: “entraremos em níveis de política monetária bastante restritiva para resguardar o poder de compra da população”.

Esse roteiro de atualização do cenário para a política monetária parece estar sendo seguido pelo Fed.

**Gráfico 7: Projeções do Fed para a inflação para cada ano em diferentes reuniões do FOMC**



**Gráfico 8: Núcleo de inflação PCE - realizado vs. projetado pelo mercado em diferentes datas**



Nosso diagnóstico sobre o fenômeno inflacionário continuou se alterando ao longo dos últimos meses. Passamos a olhá-lo de maneira ainda mais global e sincronizada, e decidimos dar um passo atrás para tentar entendê-lo de maneira mais ampla.

## Inflação sob perspectiva histórica

Em nossa investigação sobre o que está por detrás de fenômenos inflacionários, nos deparamos com um excelente livro sobre a história das grandes ondas de preços desde o século XI.

O livro, “THE GREAT WAVE – Price Revolutions and the Rhythm of History”, foi escrito no fim da década de 1990 e tem como característica

marcante a observação do fenômeno inflacionário através da perspectiva de um historiador.

O autor, David Hackett Fischer, defende que a melhor referência para se entender e contextualizar a história são as ondas de preços.

Como surfistas e admiradores do Ray Dalio, uma ideia no início do livro já nos chamou bastante atenção.

Diferente de Dalio, David H Fischer gosta de tratar os grandes movimentos de alta e queda de preços ao longo da história como ondas e não como ciclos.

David argumenta que ciclos remetem a eventos simétricos com magnitudes e intervalos definidos, enquanto ondas representariam melhor o fenômeno que se repete com características semelhantes, mas com períodos, desenvolvimento, intensidade e força distinta entre elas.

Falar em ondas nos pareceu mais natural do que ciclos. O próprio nome da Asset já indica nossa preferência revelada...

David H Fischer nos provoca a pensarmos menos como economistas / técnicos, para desenvolvermos mais nosso olhar de historiador.

Através do entendimento dos grandes movimentos de preços e suas consequências ao longo dos séculos, seria possível contextualizarmos melhor os custos e dinâmicas inflacionárias.

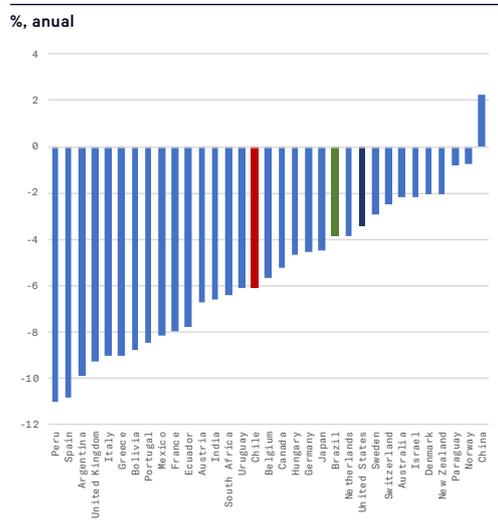
Com essa abordagem, trouxemos alguns pontos do fenômeno atual que nos aproximaram de um diagnóstico mais amplo, estrutural e problemático da inflação corrente.

A Covid-19, como sabemos, se alastrou de forma global afetando as regiões e populações sem distinção de riqueza ou desenvolvimento social.

O ano de 2020 foi registrado pelo FMI como o ano em que mais países entraram em recessão ao mesmo tempo. Nunca tivemos tamanha sincronia da economia global na história moderna.

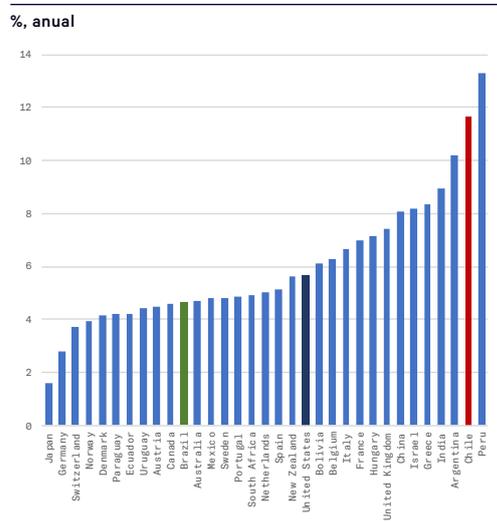
O impacto econômico gerado pela agressiva redução de mobilidade foi amenizado de maneira surpreendente pelas decisões rápidas e contundentes de política econômica ao redor do mundo.

**Gráfico 9: Crescimento do PIB em 2020 em diversos países**



Fonte: FMI, Mar Asset Management

**Gráfico 10: Crescimento do PIB em 2021 em diversos países**



Fonte: FMI, Mar Asset Management

A resposta econômica dos governos à pandemia foi a implementação dos maiores estímulos fiscais e monetários já registrados. Dessa forma, também provocou o maior choque de demanda sincronizado já experimentado pelas economias modernas. Isso ocorreu ao mesmo tempo em que a produção global ainda sofria de importantes gargalos de oferta.

Os estímulos foram extremamente bem-sucedidos em conter o potencial desastre econômico. A recuperação da atividade em 2021 ocorreu de forma muito mais célere e sincronizada do que se era esperado.

Ainda que extremamente bem-sucedidos, esses estímulos geraram efeitos colaterais que devem ser combatidos para que não se avolumem causando novos problemas estruturais.

O mais nocivo desses efeitos colaterais é a inflação.



Gráfico 11: Inflação CPI em algumas economias desenvolvidas

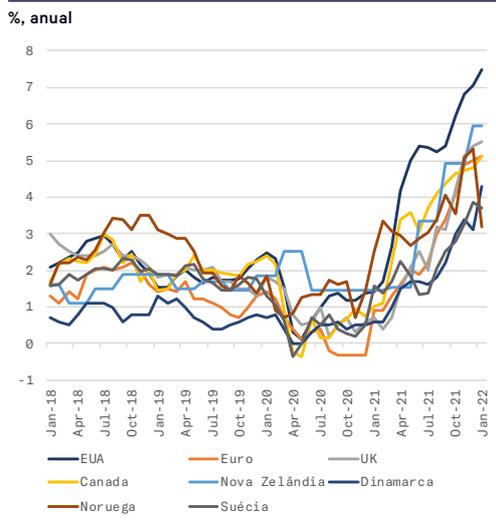
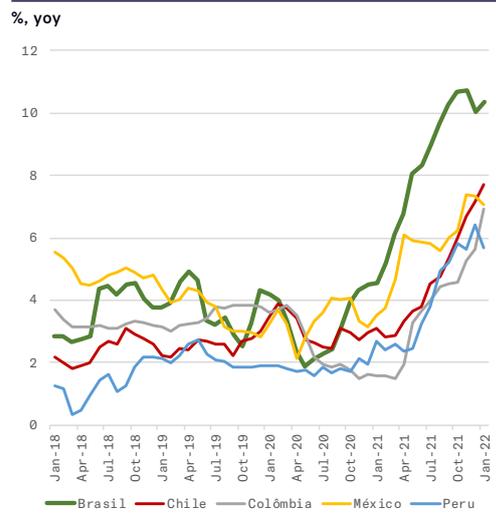


Gráfico 12: Inflação CPI no Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru



A inflação, que originalmente e ainda eventualmente é chamada de “carestia”, se relaciona ao desequilíbrio entre oferta e demanda causando a carência/indisponibilidade de bens.

Os seus efeitos podem ser tão nefastos quanto os próprios efeitos da pandemia.

Os processos inflacionários em geral começam de maneira silenciosa. Aos poucos vão corroendo a qualidade de vida da população, especialmente de baixa renda, através da perda do poder de consumo, aceleração da desigualdade, financeirização da economia e da extrema concentração da geração de riqueza.

Ao longo da história, desequilíbrios entre oferta e demanda geraram ondas de preços que levaram a guerras, revoluções e facilitaram até mesmo a expansão de terríveis pragas ao reduzir o consumo calórico das sociedades, fragilizando a imunidade coletiva, causando sofrimento e levando a grandes desequilíbrios sociais e políticos.

No passado, essas ondas de preços foram controladas, em situação extrema, via catástrofes humanas, como a Peste Negra. A Peste reduziu a pressão de demanda por alimentos e energia, aliviando seus preços, enquanto reduziu a oferta de mão de obra, aumentando os salários.

Com isso, houve um aumento da renda média concomitante à forte queda de preços de consumo, representando o fim da grande onda inflacionária do século XIV, e trazendo reequilíbrio do poder de consumo.

O custo do controle da inflação foi extremo e drástico para a população da época. Estimativas apontam que a Peste Negra teria levado a morte de 30% a 60% da população europeia.

Felizmente ao longo dos séculos, a produtividade, globalização e melhor condução de política econômica possibilitaram que a administração das ondas de preços fosse cada vez menos custosa para as sociedades.

Ainda assim, o risco inflacionário é grave, não pode ser minimizado e deve ser tratado de maneira efetiva e cuidadosa pelos Bancos Centrais. Tornando assim assimétrica a necessidade do uso das ferramentas à disposição para conter os desequilíbrios geradores do processo inflacionário de maneira tempestiva.

Atualmente, estamos diante de uma forte onda de inflação de demanda, global e disseminada entre todos os componentes - energia, alimentos, bens e serviços. Não há quebra dos índices inflacionários que conte uma história diferente do que a de uma forte e generalizada contaminação de preços.

Buscando novamente referência em “The Great Wave”, David H. Fischer lista sete tipos de inflação por sua causa:

1. Expansão de oferta de dinheiro
2. Aumento de demanda agregada
3. Contração de oferta
4. Espiral inflacionária de custos de produção
5. Inflação de preços controlados
6. Inflação de bolha de preços
7. Contaminação de expectativas de inflação

Os diferentes tipos de inflação coexistem e se retroalimentam. A presença de vários deles em um mesmo período aumenta a consistência do fenômeno.

Hoje temos alguns tipos de inflação já em andamento na economia global. Vemos com clareza as inflações tipo (1), (2), (3), (5), com risco alto de já termos (4), (7) e, recentemente, alguma inflexão de (6).

## Década de 1970 – última onda de inflação nos EUA

As décadas de 60 e 70, ficaram marcadas pelos erros na condução de política monetária. Ao tentar minimizar os custos para se conter o processo inflacionário, os policymakers da época acabaram produzindo estagflação, ou seja, inflação sem pressão de demanda.

Sobre o assunto, recomendamos o livro do professor José Julio Senna, que fez primoroso trabalho de pesquisa em: “Política Monetária: Ideias, experiências e evolução”. Dedicamos especial atenção ao capítulo 12, em que Senna detalha os debates e desenvolvimentos ao redor da política monetária americana nas décadas de 60 e 70.

Na década de 1950, os objetivos dos policymakers eram uma versão mais crua, mas similares, dos atuais. O entendimento da economia que embasava as recomendações de política macroeconômica era parecido. Divergências do crescimento em relação ao potencial, conceito ainda incipiente na época, levavam a aceleração ou desaceleração da inflação, o que requeria ajustes na taxa de juros para acomodá-las.

O problema inflacionário foi originado na década de 1960. Houve uma revolução na visão de como a economia funciona por parte dos policymakers da época. Economistas prestigiados, como Samuelson, Solow e Okun, defendiam ser possível atingir níveis mínimos da taxa de desemprego se fosse aceitável uma taxa de inflação um pouco maior. A década também viu crescer demandas sociais que pressionavam as contas fiscais, que somavam às pressões inflacionárias de uma política monetária frouxa.

Com o choque de petróleo, a inflação desancorou no início da década de 1970. O núcleo do PCE superou 10% em 1975. Arthur Burns, Chairman do Fed à época, não acreditava que a inflação poderia ser controlada apenas por uma política monetária mais apertada. Pelo menos, não a um custo social aceitável. Para ele, a inflação estava enraizada por

conta de mudanças estruturais na economia e “a política monetária poderia fazer muito pouco para acalmar a inflação que estava relacionada com aumento de custos salariais”<sup>1</sup>.

A inflação naquela década não era mais devido a um excesso de demanda – a economia estava estagnada –, mas sim devido a uma espiral preço-salário. Políticas alternativas, como congelamento de preços e salários, foram implementadas para quebrar a espiral inflacionária mas não obtiveram sucesso. A inflação permaneceu elevada até o início de 1980, quando surgiu um novo ator que mudaria o rumo da política monetária.

Os erros de política monetária das décadas de 1960 e 1970 culminaram no “Volcker Moment”. Esse foi o momento no qual Paul Volcker, Chairman do Fed empossado em 1979, finalmente elevou a taxa de Fed Funds para acima de 20% com o claro objetivo de conter a persistente inflação que vigorou nas duas décadas anteriores de uma vez por todas. Funcionou! Após quase meia década de política monetária apertada, a inflação convergiu para níveis muito mais aceitáveis.

Gráfico 13: Núcleo de inflação PCE

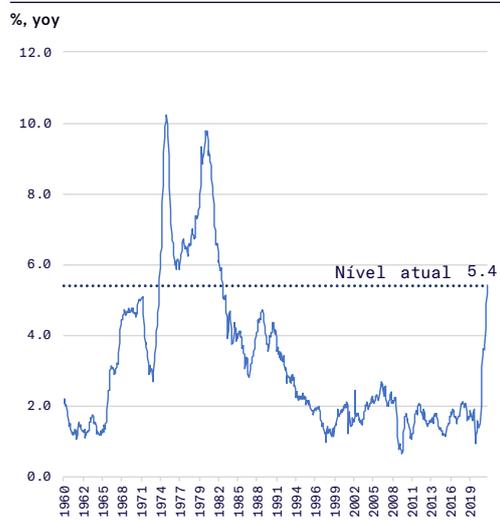
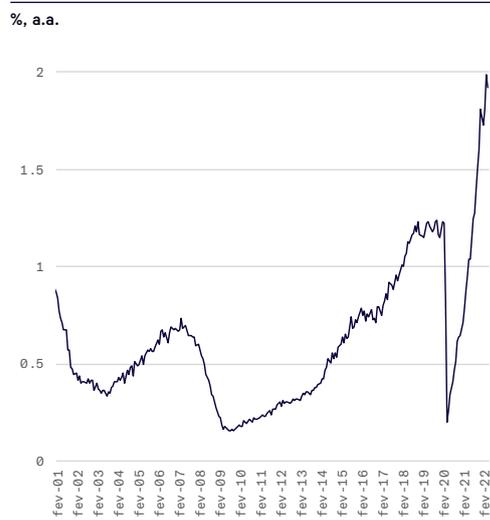


Gráfico 14: Taxa de juros Fed Funds



Não acreditamos que será necessária uma reedição do “Volcker Moment” exatamente pelos erros daquele período estarem tão bem

1 FOMC Minutes de 8 de junho de 1971, p. 51.

descritos e analisados pela literatura econômica e amplamente debatidos pelo Fed atual<sup>2</sup>.

O próprio Jerome Powell (atual Chairman do Fed) tem feito repetidas referências ao ex-Chairman Volcker em simpósios, entrevistas e conversas públicas com o mercado<sup>3</sup>. Não nos parece que ele cometeria os mesmos erros de Arthur Burns e William Miller, que precederam Paul Volcker, e foram em grande medida responsáveis pela permanência da inflação em um patamar elevado na década de 1970.

## A reação dos EUA à pandemia

Os EUA fizeram um estímulo fiscal ao redor de 20% do PIB. A magnitude e, sobretudo, a forma de execução do estímulo foram inéditas. A maior parte foi feito através de transferências diretas para as contas das famílias americanas.

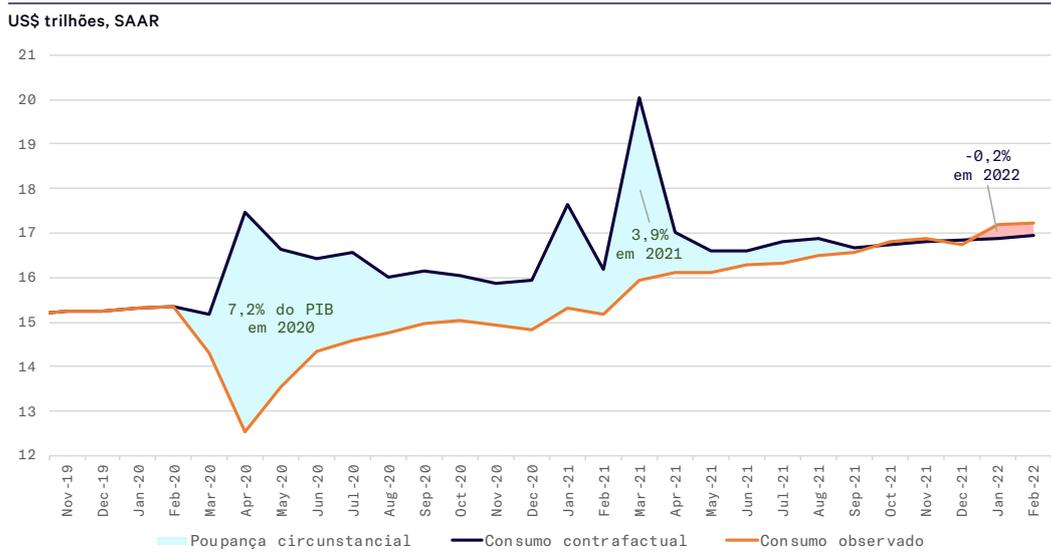
Apesar da forte perda de emprego durante o período mais agudo da pandemia, a renda média das famílias americanas subiu significativamente por conta das transferências do governo. Ao mesmo tempo, o consumo das famílias mostrou redução por conta da restrição de mobilidade. Esse aumento da renda concomitante à redução do consumo possibilitou o acúmulo de uma poupança circunstancial que, em nossas estimativas, somou próximo a 11% do PIB.

---

2 Como bibliografia adicional, ver [De Long \(1997\)](#), [Nelson \(2005\)](#) e [Romer \(2007\)](#).

3 E.g., em [entrevista](#) ao site Marketplace, Powell afirmou “We know that what Paul Volcker did was right in his situation, and it’s something like that might turn out to be right here.”

Gráfico 15: Consumo das famílias observado, contrafactual e poupança circunstancial

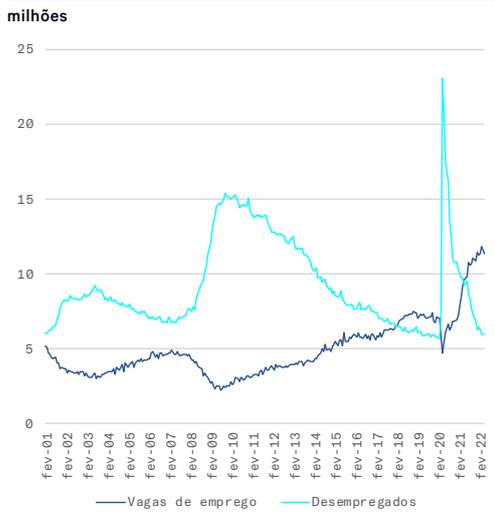


Fonte: BEA, Mar Asset Management

A formação da poupança circunstancial tem efeito relevante para pensarmos política monetária. O choque fiscal não se resume ao impulso de gastos governamentais nos anos de pandemia. A poupança circunstancial guarda efeito defasado do estímulo fiscal, fazendo com que o consumo das famílias se mantenha forte por um período prolongado. Ou seja, a pressão sobre os preços se torna mais longa e duradoura do que se fosse um choque de demanda de curto e determinado prazo.

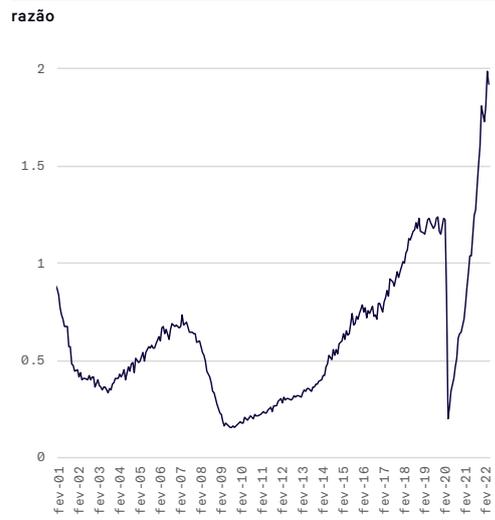
Passado o choque inicial da pandemia, a rápida e vigorosa recuperação da atividade econômica desencadeou uma forte onda de contratações. O mercado de trabalho americano nunca esteve tão apertado como atualmente. Indicadores da pressão de demanda de trabalho, como ter duas vagas abertas para cada desempregado, ilustram uma combinação de forte demanda por serviços e dificuldade de recuperação da força de trabalho aos níveis pré-Covid.

**Gráfico 16: Vagas de emprego e população desempregada**



Fonte: JOLTS, BLS, Mar Asset Management

**Gráfico 17: Número de vagas por pessoas desempregadas**

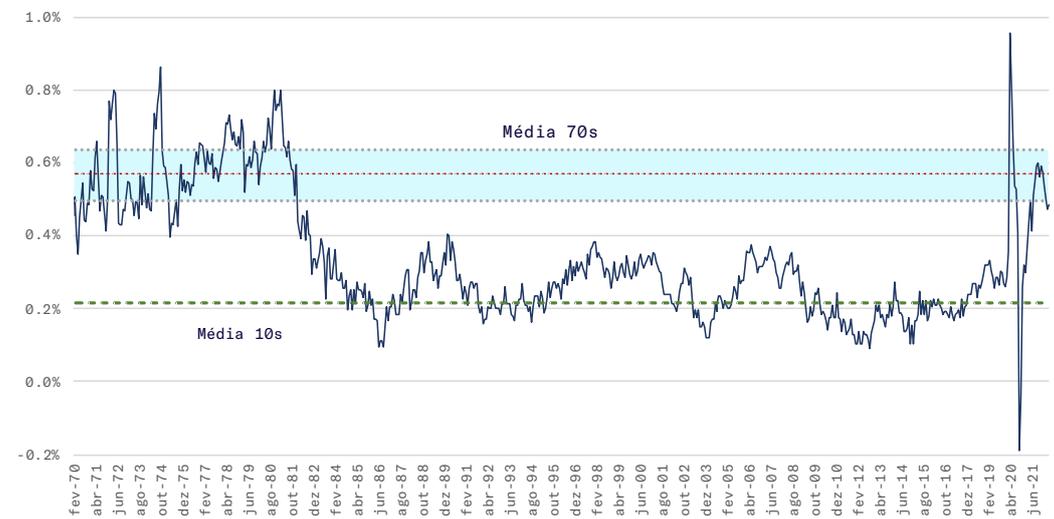


Fonte: JOLTS, BLS, Mar Asset Management

As famílias americanas se encontraram com excesso de poupança ao mesmo tempo que a renda real e abertura de novas vagas de trabalho seguem pujantes. Isso gerou um aumento muito forte dos salários, com paralelo apenas na década de 70.

**Gráfico 18: Average Hourly Earnings for Production and Nonsupervisory workers**

%, mom, média móvel de 6 meses, s.a.



Fonte: BLS, Mar Asset Management

O aumento dos salários em ritmo tão elevado preocupa o Fed. Esse aumento não está relacionado diretamente com gargalos de oferta ou desbalanceamento da cesta de consumo. Quando os salários aumentaram por conta de um excesso de demanda por trabalho, ficou claro que

boa parte da inflação não poderia ser explicada apenas por aspectos temporários. Nesse caso, o risco de se entrar em uma dinâmica de espiral inflacionária é bem maior.

Os salários reais começaram a aumentar ao final da década de 1960, antes do núcleo de inflação mostrar descontrole. Powell não quer repetir a década de 1970.

## O que o Fed deve fazer?

Essa é a pergunta que temos tentado responder nos últimos meses. Ainda que com muita limitação e dificuldade de modelagem, nos parece assimétrica a necessidade de mais juros do que o precificado pelos mercados, e não de menos.

Será que o forte choque de inflação atual será repassado para a inflação futura por meio de inércia? Ou será que a ancoragem das expectativas será suficiente para uma rápida convergência da inflação à meta?

Para respondermos a essa pergunta, nos deparamos com o dilema de dois modelos básicos para pensarmos hiato e inflação. O modelo de Curva de Phillips Novo Keynesiano, com expectativas racionais ( $\alpha=1$ ), e o modelo de Curva de Phillips tradicional, com expectativas adaptativas ( $\alpha=0$ )<sup>4</sup>.

$$\text{inflação}_t = \alpha E[\text{inflação}_{t+1}] + (1-\alpha)\text{inflação}_{t-1} - \beta(\text{Tx.desemprego}_t - \text{Nairu}^*)$$

A diferença básica entre eles é que o primeiro leva em conta a expectativa de inflação futura para determinar a inflação corrente, enquanto no segundo, a inflação corrente depende basicamente da inflação passada.

Essa diferença torna a prescrição para a política monetária bastante distinta entre os modelos.

---

4 Ver, por exemplo, [Roeger e Herz \(2018\)](#) e [Cochrane \(2022\)](#).



No modelo Novo Keynesiano, a ancoragem das expectativas serve como fator gravitacional para inflação corrente. Mantidas as expectativas de inflação de longo prazo ancoradas, bastaria o Fed levar a taxa de juros para o nível neutro que a inflação convergiria para a meta ao longo do tempo.

Nesse modelo, a contaminação de inflação passada para a futura é inexistente, porquanto não afetem as expectativas de inflação futura. A preocupação do Fed se limitaria a manter a credibilidade de que, no longo prazo, levará a taxa Fed Funds para a neutra.

No modelo tradicional, por sua vez, a inércia de inflação funciona como força predominante para prever a inflação futura. Partindo de um nível acima da meta, o Fed precisaria levar a economia a um nível contractionista (Tx. Desemprego > Nairu) para garantir a convergência da inflação. Nesse caso, é a taxa de juros acima do nível neutro que faria o serviço de desaceleração da atividade e aumento de desemprego e, por conseguinte, o controle da inflação. Além disso, quanto mais rápido o Fed agir, menor seria o custo em termos de produto.

Os mercados e economistas em geral utilizam o modelo de expectativas racionais como referência para a economia dos EUA. De fato, o que o mercado precifica hoje é uma taxa de Fed Funds ao redor de 3,0% ao final do atual ciclo de aperto monetário. Esse nível é muito próximo a taxa de juros nominal neutra estimada pelo próprio Fed.

Nesse cenário, o custo de trazer a inflação de volta à meta seria bastante baixo, através de um pouso suave. Esse seria o cenário ideal, pois causaria menos custos sociais e confusão nos mercados. Seria o “Soft Landing” que o Powell tanto almeja.

Cenário pior seria um em que a inércia inflacionária se mostrasse muito maior do que a esperada<sup>5</sup>. Neste caso, haveria a necessidade de intenso ciclo de alta de juros para controlar a inflação. Como resultado, a economia teria um pouso forçado, “Hard Landing”.

---

5 Um caso extremo de tal cenário seria um em que a economia entrasse em uma espiral inflacionária de preço e salários. Os aumentos dos custos de mão de obra seriam repassados para os preços finais, que levariam a uma maior demanda por salários e assim por diante. Ver nosso estudo macro EUA (link).

O “Hard Landing” geraria altos custos de atividade global, aumento do desemprego e desorganização nos preços de ativos.

Acreditamos que a realidade tende a se desenvolver entre os dois<sup>6</sup>.

A Regra de Taylor, que foi seguida relativamente de perto por Volcker e Greenspan em épocas em que a inflação exibia maior volatilidade, sugere que a taxa Fed Funds deveria estar em 7,0%.

Além da dúvida sobre a real sensibilidade em relação a inflação passada, o desafio do Fed é permeado por outras várias incertezas, como por exemplo:

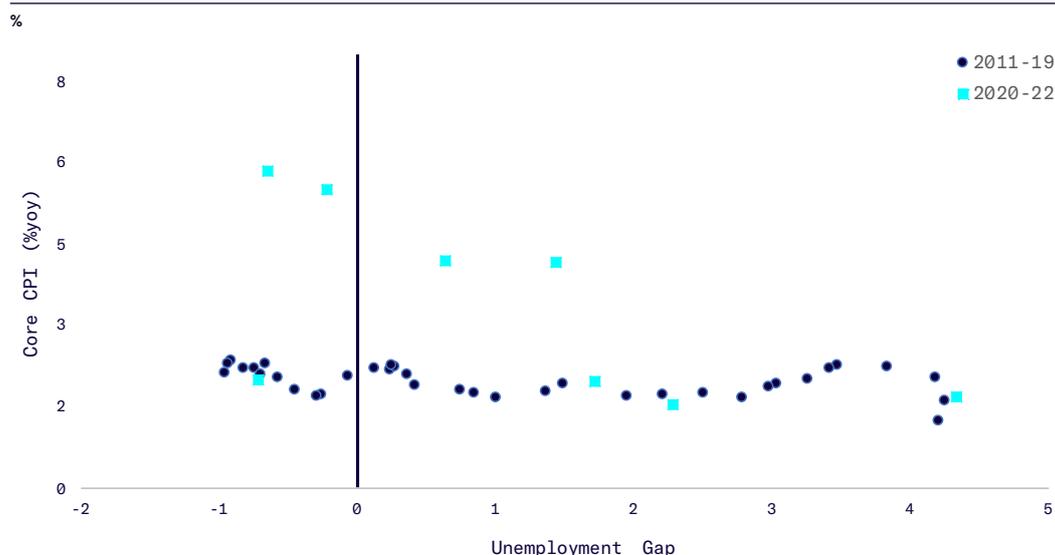
1. Qual é a taxa de juros neutra atual?
2. Qual a efetividade dos instrumentos do Fed em afetar o hiato do produto (Curva IS)?
3. Que nível de desemprego é capaz de gerar queda da inflação (Curva de Phillips)?
4. As expectativas de longo prazo se manterão ao redor da meta (credibilidade do Fed)?

Sobre (3), em particular, os dados recentes sugerem que podemos ter tido uma mudança estrutural na Curva de Phillips. Vários trabalhos documentaram que a relação entre desemprego (hiato do produto) e inflação foi quebrada após a Grande Recessão de 2008. A forte recuperação econômica pós-covid pode a ter ressuscitado.

---

6 Estimando a Curva de Phillips nos EUA em diferentes períodos desde a década de 1970, encontramos um coeficiente relacionado às expectativas de inflação surpreendentemente estável ( $\alpha \approx 0,5$ ). O resultado sugere que foi uma desancoragem das expectativas, e não um aumento dos mecanismos inerciais, que tornaram a inflação persistentemente alta na década de 70. Não obstante, a regressão é simples e não fazemos nenhum controle para endogeneidade. É bem possível que as expectativas de inflação tivessem se tornado função da inflação corrente, o que traria um problema de identificação sério para a estimativa do coeficiente de inércia.

Gráfico 19: Curva de Phillips nos EUA no período de 2011 a 2022



Fonte: BLS, Mar Asset Management

Em nosso estudo macro EUA, publicado no início do ano<sup>7</sup> fizemos a seguinte pergunta: qual seria a implicação em termos de política monetária caso a Curva de Phillips voltasse a ter a inclinação dos anos 1990? A resposta é que a inflação esperada e, portanto, a necessidade de aumento da taxa de juros seria muito maior.

Como ainda estamos muito no início do processo, não conseguimos responder se houve mudança da inclinação pós pandemia. Mas os dados de inflação, em especial de salários, nos geram grande preocupação.

## Abordagem empírica e de riscos para o ciclo potencial de juros

O último ciclo de alta da taxa de juros praticado pelo Fed começou com a Janet Yellen e terminou com o atual Chairman Jerome Powell.

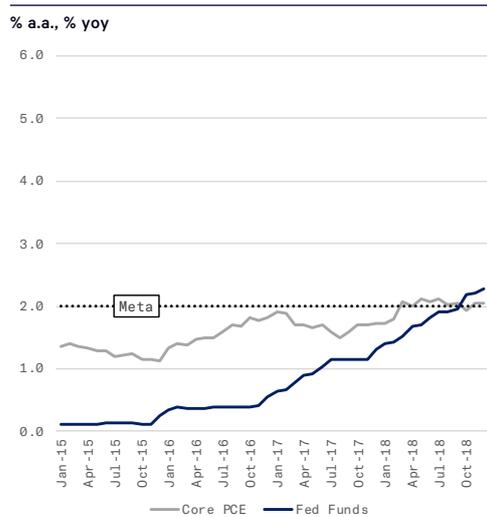
Powell se tornou presidente do Fed em novembro de 2017. Naquele momento, o FOMC de Janet Yellen já havia implementado quatro altas

<sup>7</sup> <https://www.marasset.com.br/conteudo-mar/>

de 25bps e levado a taxa Fed Funds à 1,25%. O Fed de Powell deu continuidade ao ciclo de alta, levando-a para 2,50% em dezembro de 2018.

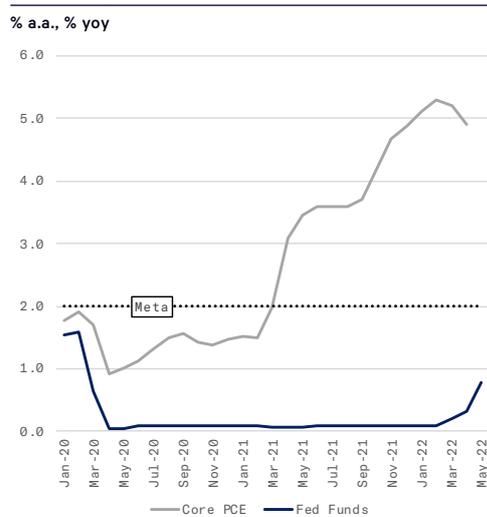
A abordagem daquele ciclo era puramente a de uma normalização da taxa de juros. Não havia qualquer pressão inflacionária aparente, apesar da taxa de desemprego ter sido a menor registrada desde a década de 1960. A taxa de juros estava sendo levada até o nível considerado neutro apenas por precaução<sup>8</sup>.

**Gráfico 20: Ciclo de aumento da taxa de juros Fed Funds dos EUA entre 2015 e 2018**



Fonte: Federal Reserve, BEA, Mar Asset Management

**Gráfico 21: Ciclo atual de aumento da taxa de juros Fed Funds**



Fonte: Federal Reserve, BEA, Mar Asset Management

No momento atual, com a taxa de desemprego tão baixa quanto no ciclo anterior, mas com pressões disseminadas de inflação, não faria sentido o ciclo terminar abaixo da taxa de juros neutra.

Nesse contexto, os choques de oferta se disseminam de maneira mais rápida e intensa do que quando a economia está em equilíbrio, aumentando o risco de inércia.

<sup>8</sup> E.g, as [Minutas do FOMC de setembro de 2018](#) dizem: “In discussing their projections, almost all participants continued to express the view that the appropriate trajectory of the federal funds rate would likely involve gradual increases. This view was predicated on several factors, including a judgment that a gradual path of policy firming would appropriately balance the risk of a buildup of inflationary pressures or other imbalances associated with high levels of resource utilization,(...)”

Um exemplo disso é a disseminação advinda do aumento dos preços de commodities alimentícias e energéticas devido a guerra entre Rússia e Ucrânia. No atual cenário já inflacionário, choques como esse aumentam de maneira importante os riscos para o Fed.

Em ambiente de sobreaquecimento global, antiglobalização, choques de oferta espalhados pelo mundo e pressão de preços disseminada entre energia, alimentos bens e serviços, é natural imaginarmos que a taxa Fed Funds ultrapasse 2,5% a.a., pico do ciclo anterior.

Nos parece, portanto, alta a probabilidade de que o ciclo de aperto nos EUA tenha desenvolvimento parecido com o que recentemente vimos nos países emergentes, uma sequência de revisões altistas do cenário prospectivo de inflação e juros.

Como a experiência da década de 1960 e 1970 ensinou, na ótica de administração de riscos, o Fed não deveria pôr em jogo a sua própria credibilidade. O custo para resolução do processo inflacionário se torna mais caro quanto mais se demora para resolvê-lo<sup>9</sup>.

## Risco de recessão de curto prazo?

Uma discussão que domina os mercados atualmente é o risco de recessão da economia americana no curto prazo. Um cenário como esse reduziria as pressões inflacionárias sem a necessidade de o Fed promover um aperto monetária mais severo. Não acreditamos que esse seja o caso.

---

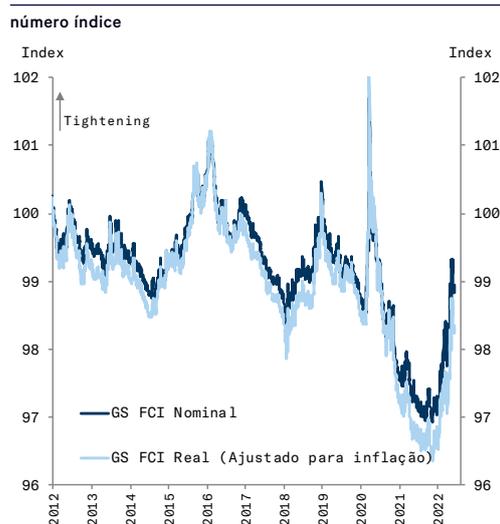
<sup>9</sup> Na nossa discussão sobre o modelo de expectativas racionais, notamos que a inflação eventualmente converge para as expectativas de longo prazo sob a hipótese de Curva de Phillips Novo Keynesiana. Ou seja, o que é um fator positivo gravitacional quando as expectativas estão ancoradas torna-se um bastante negativo quando as expectativas estão desancoradas. A única maneira de entregar a inflação na meta seria mantendo a taxa de desemprego acima da Nairu até que as expectativas de longo prazo fossem reancoradas. Ninguém sabe como se dá esse processo. A literatura econômica é muito incipiente na explicação de como as expectativas de inflação são formadas.

O principal argumento para o medo de recessão é a variação recente das condições financeiras. De fato, as condições mostraram aperto relevante e terão algum efeito contracionista sobre atividade. Não obstante, julgamos que ainda são, em nível, acomodáticas.

Por outro lado, nos parece que o impulso da demanda através do consumo das famílias e retomada do setor de serviços irá se sobrepor à piora recente das condições financeiras. Esse impulso manterá a atividade em nível acima do potencial, ainda que com alguma desaceleração dos atuais níveis de crescimento do PIB.

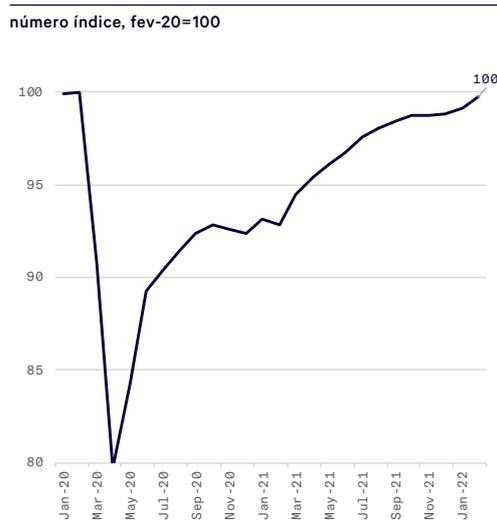
Não há nenhum outro fator claro de risco que poderia levar a uma recessão dos EUA que não seja um gerado pelo próprio Fed via forte aperto das condições monetárias.

**Gráfico 22: Índice de Condições Financeiras do Goldman Sachs**



Fonte: Goldman Sachs, Mar Asset Management

**Gráfico 23: Crescimento do consumo de serviços pelas famílias dos EUA**



Fonte: BEA, Mar Asset Management

Em alguma magnitude, a discussão hoje para os EUA nos faz recordar o debate no Brasil ao longo do 3T do ano passado. À época, analistas de mercado concluíram que o aperto monetário praticado pelo BCB geraria forte desaceleração econômica, levando até mesmo a recessão em 2022.

Nosso contra-argumento era de que tais previsões eram baseadas nos modelos que funcionaram razoavelmente bem em ambiente de normalidade, mas que poderiam estar descalibrados em ambiente de impulsos tão extraordinários como os vistos durante a pandemia. A continuidade

da volta de mobilidade e expansão do setor de serviços deveria mais do que compensar o efeito contracionista do aperto monetário.

Em boa medida, é o que estamos vendo atualmente. Os analistas vêm revisando suas estimativas para o PIB de 2022 nos últimos meses, de uma recessão para um crescimento ao redor de 2,0% no ano.

O mesmo processo se passou no Chile. Na virada do ano, tanto o BCCH como os analistas de mercado anteciparam forte desaceleração da atividade por conta do fim dos estímulos fiscais. Assim como no Brasil, eles têm revisado para cima suas estimativas de atividade e inflação por conta da resiliência do consumo das famílias.

Acreditamos que o mesmo fenômeno deve acontecer nos EUA e que o Fed terá que fazer um trabalho mais duro e custoso para controlar a sua onda de preços.

## Conclusões e Portfólio:

Hoje estamos diante de um fenômeno inflacionário que carrega características das grandes ondas de preços apontadas por David Hackett Fischer.

A inflação é global e disseminada entre energia, alimentos, bens e serviços. É a onda mais complexa e desafiadora que observamos nos últimos 30 anos, e gerada pelo ineditismo da sincronia global de respostas de estímulos econômicos.

Tamanho ineditismo de estímulos econômicos durante a pandemia pode ter liberado o dragão da inflação, que tem comportamento volátil e imprevisível, e que deve ser combatido por medidas que são efetivas e eventualmente agressivas, mas não inéditas.

Portanto, dado o nível de inflação bastante elevado, o nosso diagnóstico por detrás de suas razões e de seus possíveis efeitos negativos para a sociedade, acreditamos ser necessário, e provável, que o Fed utilize os instrumentos de controle disponíveis - a taxa de juros, *quantitative tightening* e *forward guidance* - de forma vigorosa e pelo tempo necessário para o controle da inflação.

Temos confiança de que o ponto final desse capítulo será um ambiente de inflação baixa e incertezas controladas. O caminho escolhido para se alcançar esse objetivo pode levar mais ou menos tempo e ser acompanhado por uma intensa volatilidade dos preços.

Sendo assim, abordaremos o que está precificado pelos diferentes mercados.

A curva de juros com precificação de taxa terminal de FF ao redor de 3%, representa, ao nosso ver, algo próximo ao cenário ideal, “soft landing”. O ciclo de aperto monetário alcançaria, em seu ponto máximo, um nível de taxa de juros pouco acima do considerado neutro pelo próprio Fed (2,5% a.a.).

Caso uma taxa final de 3% seja suficiente para controlar a inflação, não haveria qualquer debate sobre mudança estrutural de taxa de juros de equilíbrio ou mesmo da inclinação da Curva de Phillips. Estaríamos passando apenas por um breve choque de preços para seguirmos em um ambiente de inflação controlada, juros estruturalmente muito baixos e mercados pró-risco.

Nesse ambiente de inflação controlada, poderíamos rapidamente ter a volta da “Fed Put” para proteger os mercados, o que seria um grande redutor de risco.

Porém, como descrevemos ao longo da carta, nosso cenário central é que o esforço de aperto monetário deverá ser maior para alcançar o ponto final desse capítulo.

Em cenário que o “Hard Landing” se faça necessário, o Fed, assim como fizeram alguns bancos centrais de países emergentes mais adiantados no ciclo, terá que levar sua taxa de juros a níveis bastante mais altos do que o precificado na curva.

Aos preços atuais, o ativo que nos parece mais assimétrico é o futuro de taxa de juros dos EUA.



## Mas e se tivermos errados?

Entendemos como legítima a intenção do Fed almejar o “Soft Landing” através de limitado ciclo de aperto monetário e reduzido custo social. Apesar de não ser nosso cenário central, atribuímos razoável probabilidade de o Fed estar correto.

No entanto, o cenário do Fed não implicaria necessariamente em grandes perdas para o nosso portfólio.

Acreditamos que há boa assimetria em estar apostado em altas de juros americanos (se beneficiando do cenário de necessidade de “Hard Landing”) e, ao mesmo tempo, comprado em ativos de risco que se beneficiariam de um “Soft Landing”.

Caso estejamos errados em nosso cenário central e um ciclo mais curto de aperto monetário prevaleça, nossa parcela de ações no portfólio, concentrada em casos fundamentalistas – bottom up –, se beneficiaria da redução da percepção de risco. A boa performance dessa parcela da carteira equilibraria as potenciais perdas advindas das nossas posições em curva de juros.

São estratégias de contraposição, mas que, combinadas, melhoram a expectativa de retorno.

Dado o nosso cenário central, no entanto, temos mais risco atribuído na aposta de juros mais altos.

Finalmente, o controle da onda inflacionária dos EUA traria excelentes oportunidades em diversos mercados.

O Fed é o ator que inflexionará os ciclos globais de altas de juros quando contiver sua própria inflação.

Esse momento será o indicativo de que a onda de alta de juros ao redor do mundo terminou, e sinalizará o início de um novo ciclo global de afrouxamento monetário. Provavelmente, começando pelos países que estão na frente no processo de aperto, como é o caso do Brasil e do Chile.

Será a hora de aplicar juros nestes países.

Como sempre, após determinados e bem-sucedidos ciclos de aperto monetário, uma vez a inflação controlada, oportunidades para longos ciclos de afrouxamento serão abertas.

## Existe, atualmente, uma vantagem competitiva em ser investidor de um país emergente?

Uma pergunta recorrente que recebemos é a seguinte: “você, da Mar Asset, têm diferencial para operar curva de juros US?”

Nossa resposta é franca. Não acreditamos ter diferencial estrutural para operar juros americanos. Porém, em situações muito específicas, tivemos treinamento mais adequado ao cenário.

Como estamos tratando de ambiente inflacionário e de potencial reação do Fed, acreditamos estar mais familiarizados com o processo de erros de diagnóstico por parte dos mercados e dos Bancos Centrais.

Como os últimos 30 anos foram de inflação baixa nos EUA, com preocupações maiores de a inflação escorregar para abaixo e não para acima da meta, as ferramentas de acompanhamento de um processo inflacionário normal foram deixadas de lado.

A credibilidade que o Fed acumulou nas últimas décadas faz com que a desconfiança do mercado americano em relação ao cenário que a instituição apresenta seja muito baixa, o que abre espaço para grandes surpresas e movimentos de preços de mercado.

Obviamente podemos estar errados em nossas avaliações. Mas, nesse ambiente, nosso treinamento mais desconfiado sobre o tamanho do esforço necessário para colocar o gênio inflacionário de volta à lâmpada nos parece o mais adequado.

## Filosofia de gestão em momentos de dúvidas e transição de cenários

Nosso modelo de gestão tem a função de definir uma exposição a risco direcional nos utilizando de diferentes classes de ativos.

O processo considera os diferentes cenários, atualiza recorrentemente seus pesos em nossa tomada de decisão. Mas, principalmente, busca ativos que apresentem boas assimetrias de preços tanto para o cenário central como para cenários alternativos, com o objetivo de reduzir riscos e melhorar o retorno esperado.

A busca de equilíbrio do portfólio vis a vis os cenários prospectivos é sempre muito delicada. Ela é fruto de muito debate, exercícios com métricas de risco e reflexão em equipe.

Seguimos avaliando recorrentemente a nossa alocação com o intuito de movermos nossa exposição/aversão a risco de acordo como o desenvolvimento e atualização do nosso cenário prospectivo.

Manter boa dose de dúvida presente sobre nossas conclusões e reflexões é parte relevante do processo de caminhar em ambiente tão movediço como o que estamos vivendo.

Nesses momentos, lembramos de Vilém Flusser em seu livro “A dúvida” quando diz: “A dúvida é um estado de espírito polivalente. Pode significar o fim de uma fé, ou pode significar o começo de outra. Pode ainda, se levada ao extremo, ser vista como “ceticismo”, isto é uma espécie de fé invertida. Em dose moderada, estimula o pensamento. Em dose excessiva paralisa toda a atividade mental.”

**mar** asset  
management

Relação com investidores

**Igor Galvão**

55 21 99462 3359

[contato@marasset.com.br](mailto:contato@marasset.com.br)

rio de janeiro – rj • av. ataulfo de paiva 1351, 3º andar, leblon • 22440 034  
[marasset.com.br](http://marasset.com.br)