



mar asset
management

carta: Setembro, 2023

Apertem os cintos,
vamos aterrissar...?

Após uma inédita sincronização global na desaceleração econômica provocada pela pandemia de Covid-19, os governos ao redor do mundo implementaram agressivas medidas de estímulo monetário e fiscal, de maneira ampla e sem precedentes, para atenuar o impacto social da severa recessão iminente. Posteriormente, enfrentaram o desafio de reagir de forma coordenada para conter a inflação, que emergiu como o principal efeito colateral adverso das - bem-sucedidas, mas às vezes excessivas - políticas estimulativas.

Estamos vivenciando o momento de aterrissagem das economias, no qual é necessário moderar sua demanda interna para controlar a inflação.

Um dos maiores desafios das políticas econômicas desinflacionárias é a crença de que esse processo pode ser feito sem custo social.

Ao longo do tempo, as políticas econômicas evoluíram com o propósito de minimizar os impactos sociais das flutuações econômicas. No entanto, algum grau de custo, manifestado pela abertura do hiato do produto ou pela elevação do desemprego, é inevitável durante os ajustes do ciclo.

A resistência à desaceleração econômica por parte dos líderes governamentais sempre representou o maior risco estrutural para as estratégias de desinflação, uma vez que os calendários políticos frequentemente divergem dos ciclos econômicos.

Embora os políticos busquem estimular suas economias e melhorar o bem-estar de suas populações, as políticas adotadas precisam considerar o estágio do ciclo econômico a fim de equilibrar os custos e benefícios de curto e médio prazos.

Para gerir esse processo, muitos países optaram por conceder independência aos bancos centrais. Essa abordagem visa garantir que as políticas monetárias, alinhadas com os ciclos econômicos e focadas em otimizar resultados em médio e longo prazos, não sejam subjugadas pelos objetivos de curto prazo inerentes aos ciclos políticos.

A atual etapa de acomodação da economia global sinaliza o "início do fim" da grande sincronização que caracterizou os anos desde 2020. Nesse cenário, cada economia agora trilha seu próprio caminho de acomodação.

O debate sobre como se daria o processo de ajuste que se iniciou em 2021, limitado à dicotomia entre "pouso forçado" e "pouso suave", evoluiu para discussões mais complexas que exploraremos adiante. A partir do aumento da viabilidade de uma aterrissagem suave para a economia americana, anteriormente encarada com ceticismo devido à sua singularidade, essa abordagem passou a ser um alvo a ser perseguido pelos bancos centrais globalmente.

A já complexa e delicada função dos bancos centrais, que é controlar a inflação (algo não visto em economias desenvolvidas desde os anos 70), assumiu uma dimensão adicional: uma espécie de competição implícita entre as autoridades monetárias para quem alcançará a meta de inflação com menor custo.

Quando nos referimos ao "custo" relacionado à convergência da inflação à meta, estamos considerando a necessidade de desaceleração econômica e aumento do desemprego para atingir tal objetivo (Taxa de Sacrifício).

Observamos com apreensão a crescente complexidade na tomada de decisões de política monetária decorrente dessa "competição".

Isso é especialmente relevante para os bancos centrais de países emergentes que adotam o regime de metas de inflação. Nesse contexto, a busca pelo menor custo pode às vezes negligenciar o objetivo primordial e claro da política monetária, que é controlar a inflação.

A razão fundamental para o controle inflacionário é a preservação do poder de compra, que gera confiança na sociedade para poupar e transacionar em moeda nacional.

A Argentina fornece um exemplo contundente dos efeitos negativos da perda de credibilidade da moeda devido à inflação. A falta de confiança no Peso Argentino criou um cenário em que a proposta econômica central do candidato líder nas pesquisas para a próxima eleição presidencial é a "redolarização" da economia, como única opção para reconquistar a credibilidade monetária da sociedade e incentivar a poupança interna, mas lembrando uma experiência traumática dos próprios argentinos nos anos 90.

Retomando à discussão sobre os distintos tipos de pouso das economias, observamos atualmente uma boa variedade delas no continente americano.

Chile

No extremo sul do continente, o Chile tem feito uma aproximação a cabeceira da pista de forma clássica. Após a implementação de medidas de estímulo monetário e fiscal substanciais, os formuladores de políticas responderam de maneira ortodoxa, adotando simultaneamente medidas de aperto tanto na política monetária quanto na fiscal.

Como resultado, o Chile conquistou uma elevada credibilidade ao demonstrar um comprometimento firme com o controle da inflação. Essa abordagem consolidou as expectativas de inflação em linha com a meta estabelecida, potencializando as medidas de aperto econômico e facilitando a realização de seus objetivos.

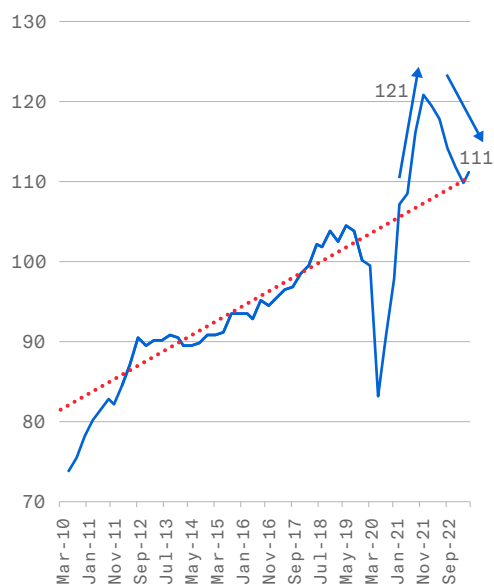
O Chile faz uma aterrissagem de livro texto: a aplicação harmonizada de medidas restritivas nas áreas fiscal e monetária está provocando a diminuição da demanda interna e um aumento na taxa de desemprego. Esse contexto econômico propicia uma queda gradual e consistente da inflação.

Cunhamos para o Chile o termo hard(ish) landing, já que, embora não seja um pouso forçado, os formuladores de políticas não hesitaram em sacrificar a atividade econômica para alcançar seu objetivo primordial, que é manter a inflação dentro da meta.

É possível afirmar que o Chile se encontra na vanguarda do processo de acomodação e normalização efetiva de sua economia, seguindo um caminho claro após o período de experimentação econômica que se seguiu à pandemia.

GRÁFICO 1:
Demanda interna no Chile
(Consumo + Investimento)

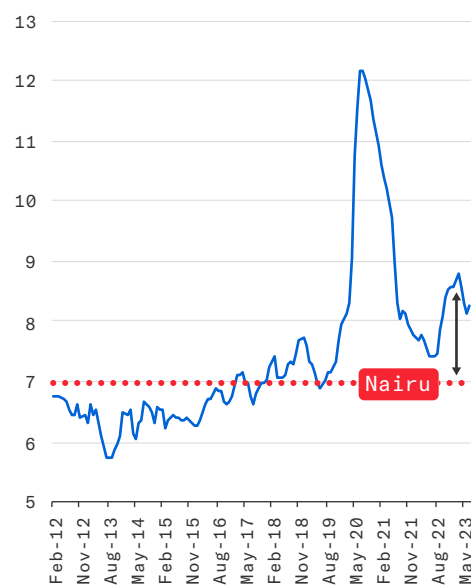
Número índice, 4T19=100



Fonte: BCCh, Mar Asset Management

GRÁFICO 2:
Taxa de desemprego do Chile

% da força de trabalho



Fonte: INE, Mar Asset Management

Estados Unidos

Na América do Norte, os EUA estão surpreendentemente indo em direção a algo ainda melhor que o pouso suave (soft landing): é o pouso perfeito!

A inflação, especialmente o núcleo de serviços mais sensível ao ciclo econômico, converge para a meta do Federal Reserve (FED) sem aumento nenhum da taxa de desemprego, ou abertura de hiato, no jargão dos economistas. Pelo contrário, o crescimento médio do PIB nos últimos quatro trimestres foi próximo a 2,5%, nível acima do que é considerado o potencial para a economia.

Muito se discutiu nos mercados e nos fóruns econômicos globais se tal coisa - Perfect Landing - seria possível. Até pouco tempo, nós estávamos

no campo de maior ceticismo¹. No entanto, os dados de inflação e salários têm nos forçado a considerar com mais atenção essa possibilidade.

A investigação nos Estados Unidos revela características singulares no processo de "pouso". Apesar de estarem crescendo significativamente acima das expectativas até mesmo dos economistas mais otimistas - incluindo nós mesmos -, a taxa de desemprego se mantém em um nível estável e semelhante ao período pré-pandêmico. Durante esse intervalo, as expectativas de inflação se mantiveram persistentemente alinhadas com a meta estabelecida pelo Fed. Um dos fatores que parece exercer uma influência considerável nesse processo de estabilização da taxa de desemprego, mesmo com o crescimento superando o potencial, é o aumento da imigração. Esse incremento da população estrangeira em cerca de 4 milhões de pessoas desde 2021 possibilitou o preenchimento das vagas de trabalho disponíveis sem queda do desemprego.

A combinação de uma economia que nas últimas décadas apresentou uma inflação basal próxima de zero, expectativas de inflação ancoradas e uma capacidade excepcional de expandir a oferta de mão de obra, tornou viável a criação de novos empregos em ritmo muito superior ao nível de equilíbrio, sem exercer pressão de intensidade equivalente sobre os salários.

Durante os primeiros meses de 2023, testemunhamos, mais uma vez, o Payroll (indicador de criação líquida de empregos) superar consistentemente o consenso. No entanto, o aumento simultâneo da força de trabalho foi vital para que a taxa de desemprego não tenha ido abaixo de 3,5%.

Desde meados de 2022, por outro lado, temos observado uma queda gradual, porém consistente, nos salários. Mais recentemente, vimos uma inversão nas surpresas do Payroll, com números abaixo das expectativas do mercado e revisões baixistas dos números anteriores, aumentando nossa confiança na continuidade do rebalanceamento do mercado de trabalho.

Assim, embora a economia tenha demonstrado resiliência, o mercado de trabalho está se ajustando lentamente. O número de vagas de emprego

¹ Ver, por exemplo, nossas cartas "Ondas e Preços" e "Preços e Curvas", de junho e agosto de 2022, respectivamente ([link](#)).

abertas e não preenchidas, como proporção da força de trabalho, que chegou a 7,3% em 2022, diminuiu consistentemente nos últimos meses e chegou a 5,3% em julho de 2023. Esse ajuste das condições de oferta e demanda por trabalho contribuiu para uma queda constante na inflação de serviços e apontando na direção de uma "aterrissagem perfeita".

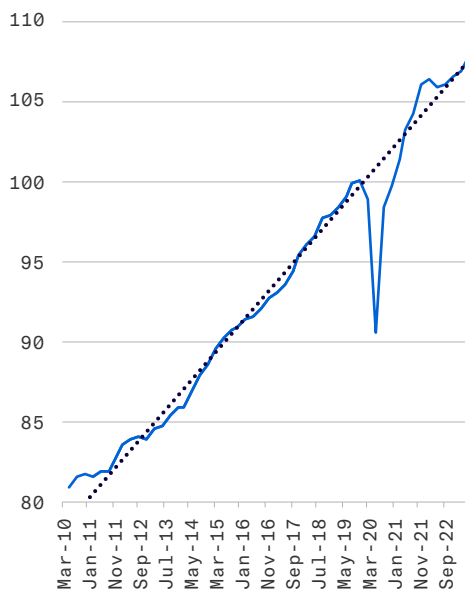
À frente, ainda enxergamos como necessária uma desaceleração da atividade econômica, retornando aos níveis potenciais de crescimento real entre 1,5% e 2,0%. O principal risco é a economia continuar a crescer no atual ritmo nos próximos trimestres e voltar a pressionar os salários.

Nesse caso o pouso perfeito poderia ser abortado e a "arremetida" assustaria os passageiros do voo. Quem já viveu na ponte aérea Rio -SP, sabe o quão desagradável é a sensação da arremetida.

Como Jerome Powell mencionou, mesmo com as circunstâncias atuais sendo inéditas e a condução da política monetária estar se guiando "pelas estrelas em um céu nublado", o Fed parece não enfrentar ventos cruzados na pista, apenas uma brisa a ser monitorada antes de tocar o solo.

GRÁFICO 3:
Demanda interna nos EUA
(Consumo + Investimento)

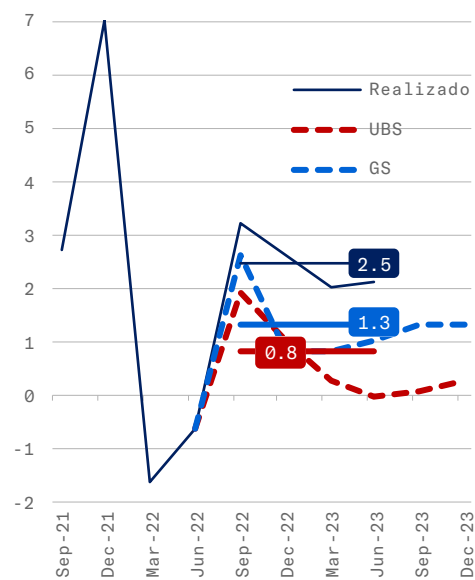
Número índice, 4T19=100



Fonte: BEA, Mar Asset Management

GRÁFICO 4:
Crescimento trimestral do PIB nos EUA –
realizado vs. projetado no 3T22

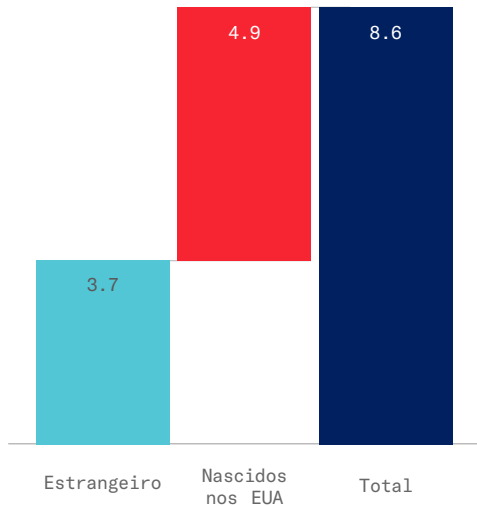
% SAAR



Fonte: BEA, Goldman Sachs, UBS, Mar Asset Management

GRÁFICO 5:
Crescimento da População Empregada nos últimos dois anos

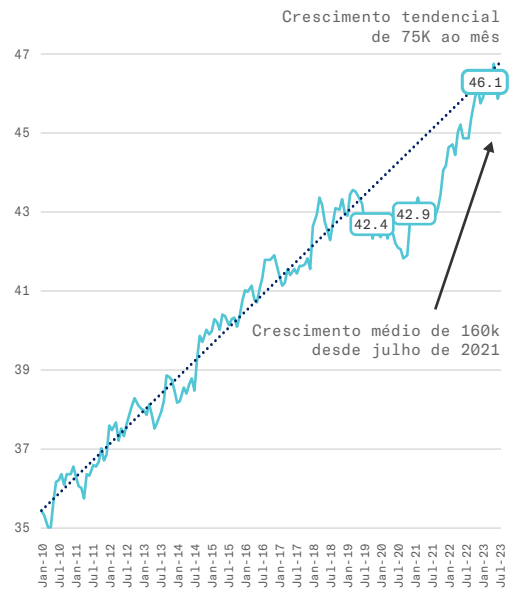
Milhões, 3MMA, NSA



Fonte: BLS, Mar Asset Management

GRÁFICO 6:
População em idade ativa estrangeira nos EUA

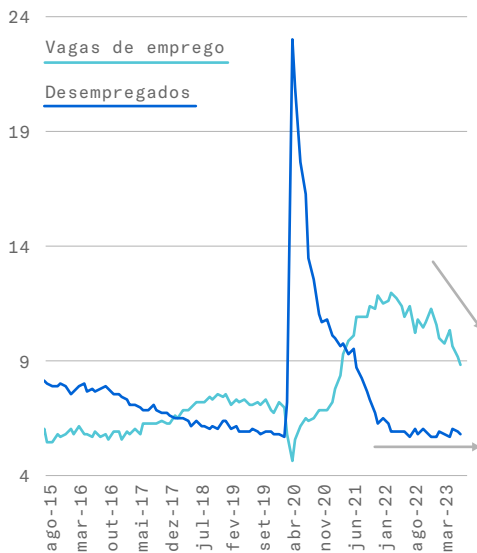
Milhões



Fonte: BLS, Mar Asset Management

GRÁFICO 7:
Número de vagas de emprego não preenchidas e população desempregada

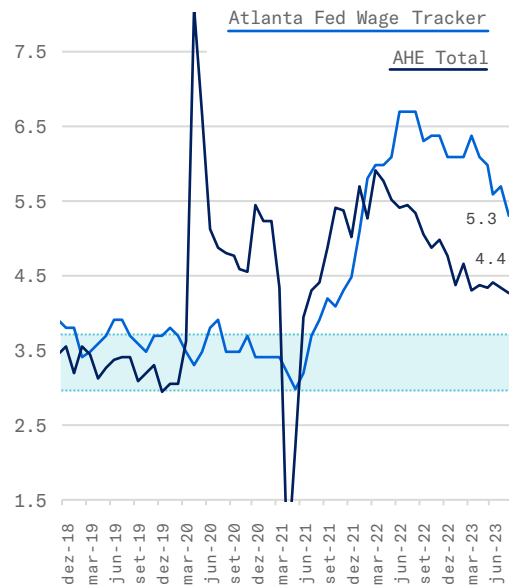
Milhões



Fonte: BLS, JOLTS, Mar Asset Management

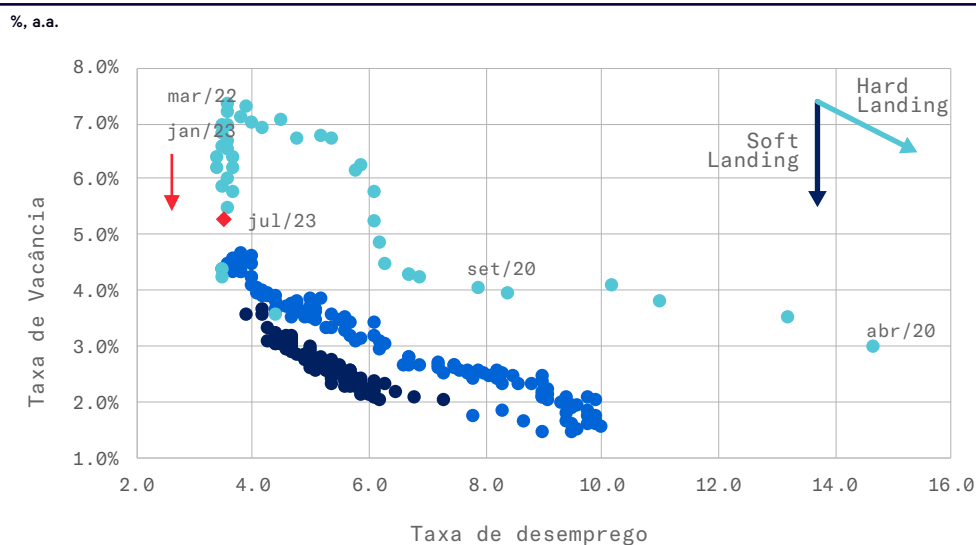
GRÁFICO 8:
Inflação de Salários

%, yoy



Fonte: BLS, Atlanta Fed, Mar Asset Management

GRÁFICO 9:
Curva de Beveridge - relação entre número de vagas abertas e desemprego



Fonte: BLS, Mar Asset Management

México

Um pouco ao sul dos Estados Unidos, temos o caso do México. Apesar de não ter implementado um programa significativo de estímulo fiscal durante a pandemia, o país foi beneficiado pela forte retomada da economia americana. Além disso, o México se destaca como um dos principais beneficiários do “near shoring”, que envolve o reposicionamento de investimentos e instalações de multinacionais americanas de países asiáticos, especialmente China, para nações fronteiriças ou com laços históricos mais próximos.

O México também implementou um relevante processo de aperto monetário e observou queda de seus índices de inflação, principalmente na parte de bens e commodities. Entretanto, não conseguiu manter as expectativas de inflação ancoradas.

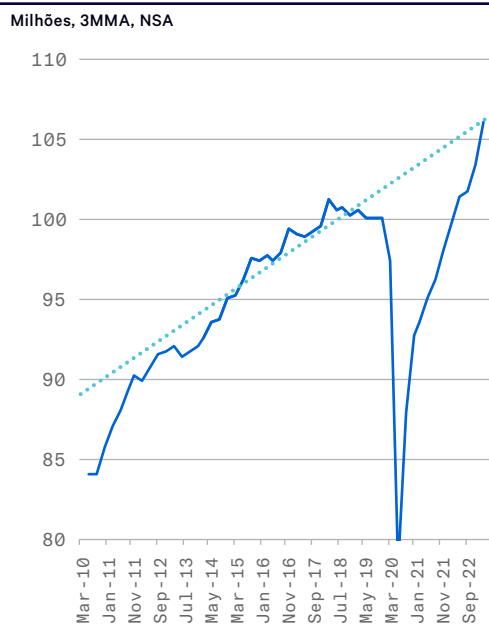
O crescimento acima do potencial consumiu a capacidade ociosa da economia. A criação de novos postos de trabalho, combinada com o aumento da emigração de mexicanos para os Estados Unidos, levou a taxa de desemprego a atingir os níveis mais baixos já registrados na história, ou seja, abaixo do nível de equilíbrio. Isso criou dificuldades para uma trajetória de desinflação consistente.

Apesar dos estímulos fiscais terem sido praticamente inexistentes no México e a política monetária estar bastante apertada, o contínuo envio de remessas por parte dos mexicanos que emigraram tem mantido o consumo em um patamar elevado. Como resultado, o crescimento vigoroso da economia nos últimos trimestres levou o Banco Central do México (Banxico) a adotar uma postura cautelosa diante dos riscos inflacionários, o que tem afastado expectativas de cortes de taxa de juros.

O Banco Central argumenta que, enquanto a economia continuar crescendo acima do seu potencial e o mercado de trabalho permanecer aquecido, é prudente manter as taxas de juros estáveis e restritivas. Isso ocorre mesmo que essas taxas estejam consideravelmente elevadas em relação ao padrão histórico do país. O objetivo principal do Banxico é evitar uma deterioração adicional das expectativas, o que poderia aumentar o custo do processo de convergência da inflação no futuro.

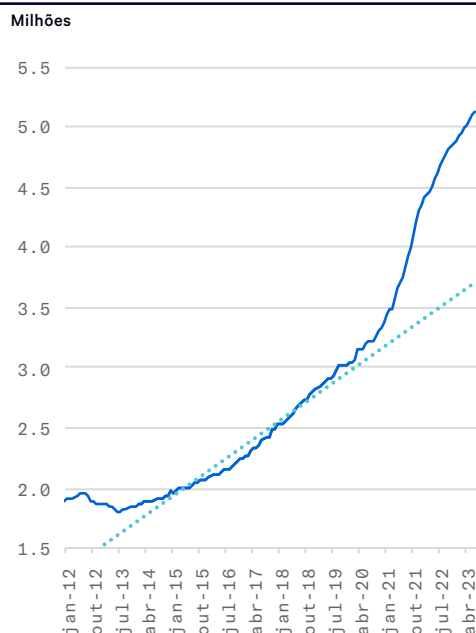
Consideramos o caso do México como a “não aterrissagem”, ou o “no landing”. O comandante ainda não avistou a pista e, portanto, não deu o sinal para a tripulação se preparar para o pouso.

GRÁFICO 10:
Demanda interna no México
(Consumo + Investimento)



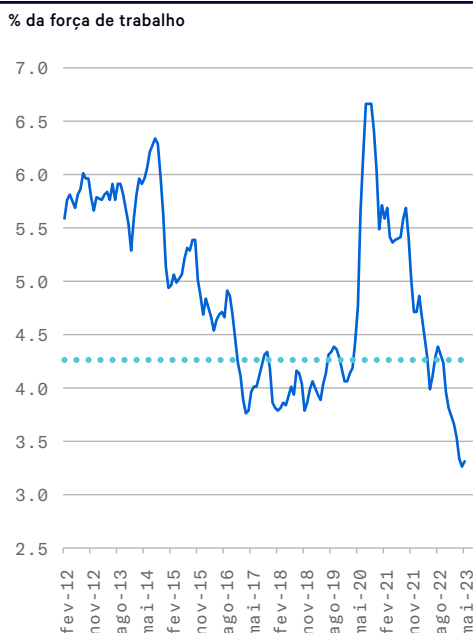
Fonte: INEGI, Mar Asset Management

GRÁFICO 11:
Remessas por parte dos mexicanos
que emigraram



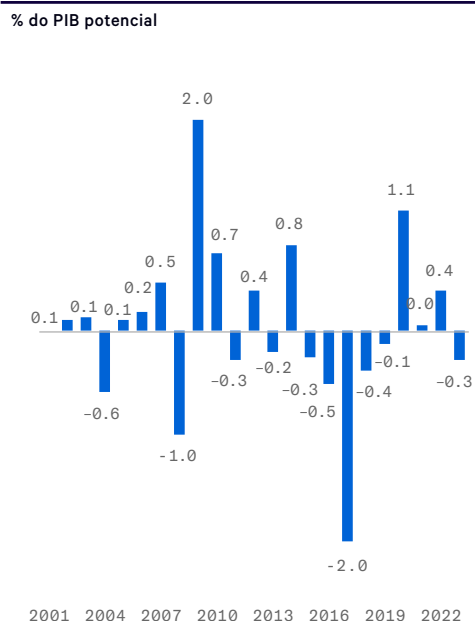
Fonte: Banxico, Mar Asset Management

GRÁFICO 12:
Taxa de desemprego urbana no México



Fonte: INEGI, Mar Asset Management

GRÁFICO 13:
Impulso fiscal estrutural no México



Fonte: FMI, Mar Asset Management

Brasil

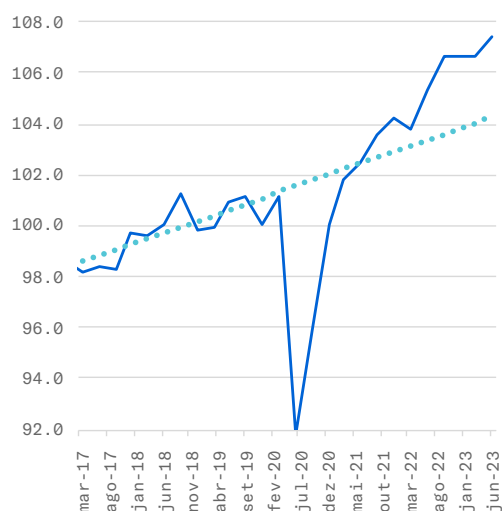
O cenário brasileiro é, de fato, mais complexo. Em termos do ponto atual do ciclo econômico, podemos traçar paralelos com a situação no México. Surpreendentemente, apesar de a taxa de juros real estar em nível restritivo por mais de 24 meses, o grau de ociosidade na economia tem diminuído de maneira consistente. A taxa de desemprego diminuiu desde o término do ciclo de aumento de juros, caindo de 8,5% para 7,7%. Além disso, a utilização da capacidade instalada encontra-se acima da média histórica.

O crescimento do PIB também tem se mostrado mais resiliente do que o esperado pela média dos economistas. Nesse contexto, a divulgação mais recente das Contas Nacionais foi especialmente notável. Primeiramente, o crescimento superou em muito as expectativas, registrando um aumento de 0,9% em relação ao trimestre anterior, comparado a um consenso de 0,3%. Em segundo lugar, a composição do crescimento revelou um aumento robusto nos setores mais sensíveis à

política monetária. O crescimento do consumo das famílias no primeiro trimestre de 2023 foi revisado de 0,2% para 0,7%. O crescimento no segundo trimestre foi ainda maior, com um aumento de 0,9% em relação ao trimestre anterior. Isso indica que o consumo das famílias continua forte e está ganhando impulso, apesar das condições restritivas de juros e da contribuição negativa do impulso do crédito.

GRÁFICO 14:
Demanda interna no Brasil
(Consumo + Investimento)

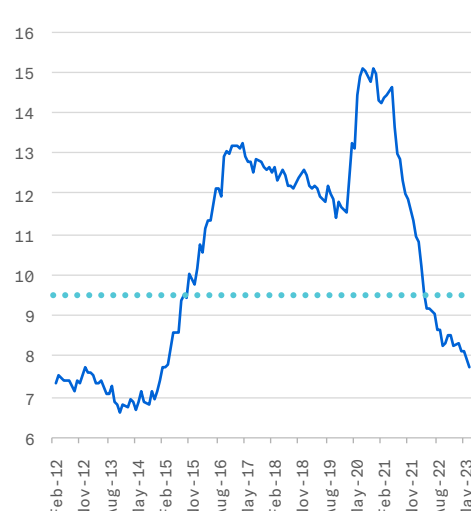
Número índice, 4T19=100



Fonte: IBGE, Mar Asset Management

GRÁFICO 15:
Taxa de desemprego no Brasil

%, mensalizada e com ajuste sazonal



Fonte: IBGE, Mar Asset Management

O argumento amplamente usado de que a surpresa positiva no PIB do primeiro trimestre de 2023 estava concentrada no setor agrícola e que o consumo das famílias estava desacelerando consistentemente devido aos efeitos contracionistas da política monetária, algo que sempre foi visto por nós com ceticismo quando observávamos o intenso e contínuo crescimento dos rendimentos e massa salarial², foi desacreditado com a divulgação do PIB do segundo trimestre de 2023 e a revisão dos dados do primeiro trimestre.

Apesar de os juros reais terem se mantido muito acima do nível neutro nos últimos trimestres, esse aperto não foi suficiente para compensar

² Ver, por exemplo, nosso estudo Macro “Haverá espaço para cortes de juros em 2023?”, de setembro de 2022 ([link](#)).

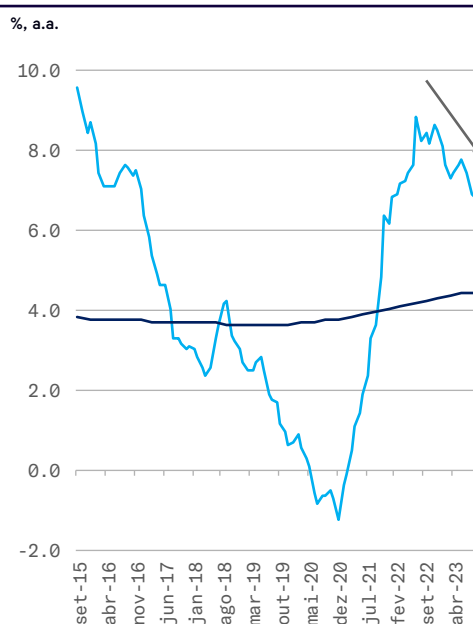
outros estímulos positivos de demanda presentes na economia. Como resultado, houve um estreitamento do hiato do produto, o que tende a pressionar a inflação nos setores cíclicos a frente.

A tendência de surpresas positivas na demanda acompanhada por quedas na inflação cheia não é exclusiva do Brasil. Esse fenômeno foi observado em muitos países que adotaram respostas similares à pandemia.

Portanto, mesmo que exista uma coincidência temporal entre o aumento das taxas de juros e a redução da inflação no Brasil, é difícil afirmar que haja uma relação de causalidade direta entre esses dois fatores. Isso se deve ao fato de que as taxas de juros restritivas não foram suficientes para gerar a abertura esperada do hiato do produto, nem conseguiram manter as expectativas de inflação de longo prazo alinhadas com a meta estabelecida.

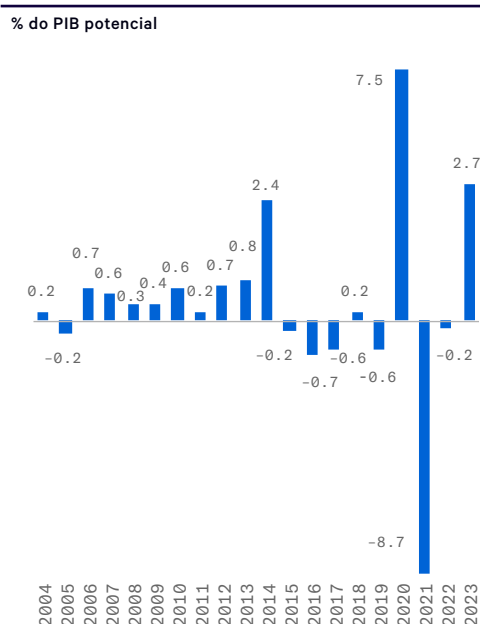
O único freio que estava atuando sobre a dinâmica vigorosa do consumo das famílias está sendo retirado com o início do ciclo de redução das taxas de juros. Já estamos observando um relaxamento significativo nas condições financeiras, relevante redução da taxa de juros real ex-ante, além dos níveis de inadimplência das pessoas físicas se estabilizando em torno das médias históricas.

GRÁFICO 16:
Taxa de juros real ex-ante de 1 ano
e taxa neutra estimada pelo BCB



Fonte: Bloomberg, Mar Asset Management

GRÁFICO 17:
Estimativa de impulso fiscal estrutural
do FMI para o Brasil



Fonte: FMI, Mar Asset Management

Fiscal

Sob a perspectiva fiscal, estamos testemunhando uma expansão estrutural histórica em 2023. Será a maior dos últimos 20 anos, com exceção de 2020.

É surpreendente notar a pouca atenção que os mercados têm dado ao impacto do impulso fiscal sobre a atividade econômica em 2023. O foco dos debates fiscais tem se concentrado quase exclusivamente na trajetória projetada do endividamento futuro.

Quando analisamos a trajetória da dívida pública, uma maneira simplificada de compreender a magnitude do problema é reconhecer que a PEC da Transição, aprovada logo após o resultado das eleições presidenciais, permitiu um aumento permanente nas despesas equivalente a cerca de 1,7% do PIB. Para retornar ao ponto de partida e estabilizar a dinâmica da dívida, o governo precisaria elevar sua arrecadação de forma permanente, também em pelo menos 1,7% do PIB.

No início do ano, o Ministro da Fazenda demonstrava confiança na capacidade de aumentar a arrecadação. Ele chegou a fazer a promessa de eliminar o déficit primário de 2023 e apresentou uma extensa série de medidas que supostamente levariam a esse resultado³. Em abril, durante a apresentação do Novo Arcabouço, projetou um déficit primário de 0,5% do PIB para o ano em questão⁴. Entretanto, os resultados primários correntes acabaram mostrando que essa projeção era excessivamente otimista.

A piora na percepção em relação ao déficit fiscal deste ano ocorreu apesar das surpresas positivas no crescimento do PIB. Até recentemente, a expectativa geral era de um crescimento do PIB próximo de zero, associado a um déficit fiscal em torno de 1,0% do PIB. Agora, as projeções para o crescimento do PIB se aproximam de 3% e, segundo nossa análise, o déficit primário deverá superar 1,3%.

3 <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/assuntos/noticias/2023/janeiro/fernando-haddad-apresenta-conjunto-de-medidas-para-recuperacao-fiscal>.

4 <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/centrais-de-conteudos/publicacoes/apresentacoes/2023/apresentacao-arcabouco-fiscal.pdf/view>.

GRÁFICO 18:
Resultado primário acumulado – projeções
(Prisma) vs. realizado

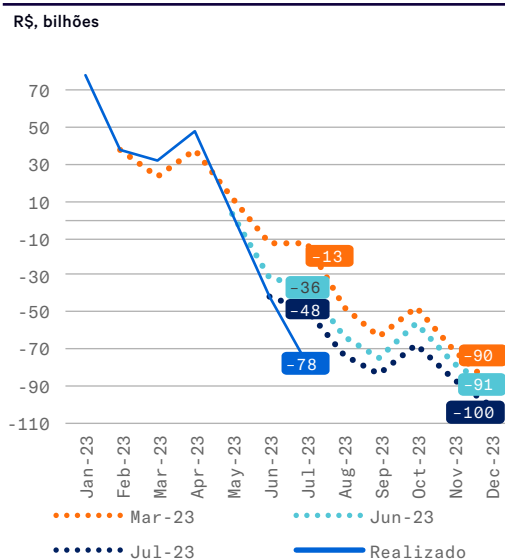
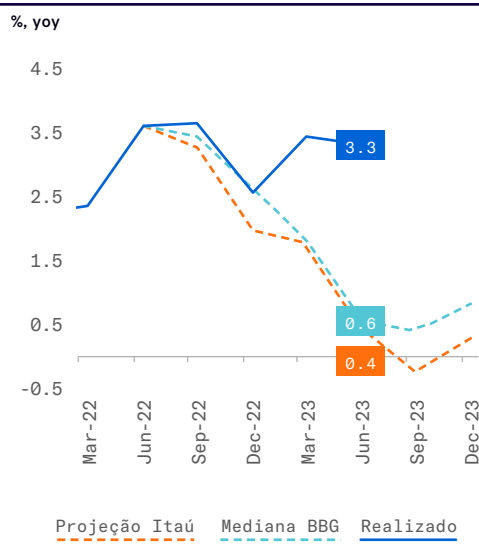


GRÁFICO 19:
Projeções para crescimento do PIB
feitas em 3T22 vs realizado

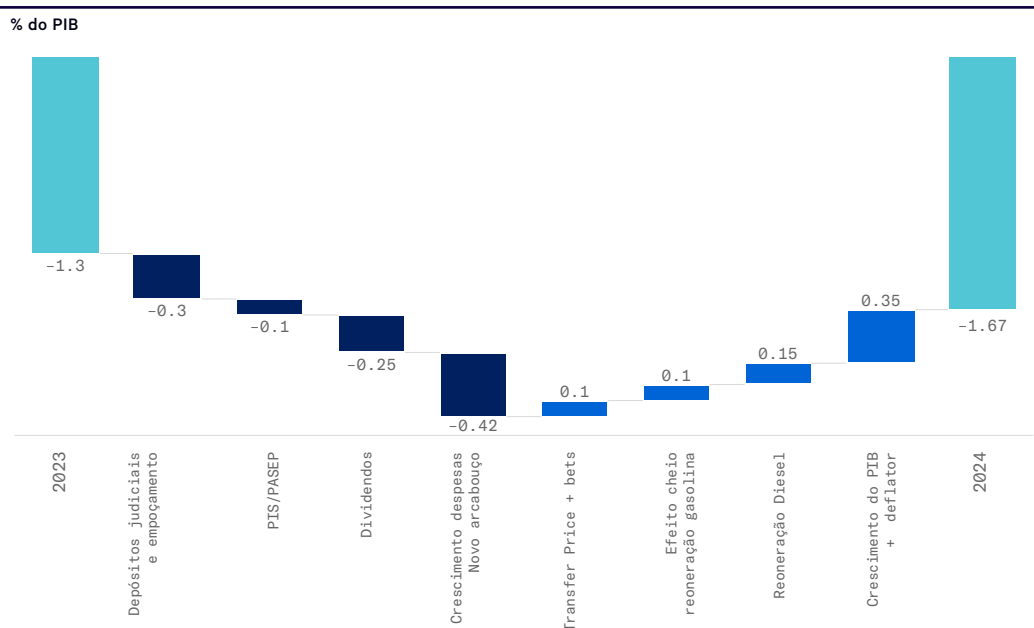


A desaceleração na arrecadação não tem origem na atividade econômica em si, mas sim nos preços das commodities. As receitas provenientes do Imposto de Renda sobre rendimentos do trabalho e das contribuições previdenciárias cresceram mais de 4,5% até julho em comparação com o mesmo período de 2022, em termos reais. O maior impacto negativo na arrecadação advém das receitas provenientes de royalties, dividendos e do Imposto de Renda sobre o lucro das maiores empresas contribuintes, como Petrobras e Vale.

O desafio fiscal a ser enfrentado no orçamento de 2024 é precisamente do mesmo tamanho que o déficit deixado pela PEC da Transição, equivalente a 1,7% do PIB. Isso significa que estamos caminhando para o último trimestre de 2023 sem que tenha ocorrido qualquer aumento na arrecadação estrutural, conforme prometido desde o início do ano.

Para a apresentação da PLDO o governo novamente listou medidas de arrecadação que visam zerar o déficit em 2024. Tal lista não parece ser crível na visão dos analistas de mercado, quando observamos suas projeções para resultado primário do ano que vem. Até o próprio governo parece ter baixa convicção na capacidade de entrega, o que fica claro nas diversas vezes em que a discussão sobre mudança da meta já apareceu no governo. Ou seja, voltamos a ter uma peça orçamentária fictícia?

GRÁFICO 20:
Resultado primário de 2023 e ponto de partida para primário de 2024



Fonte: Tesouro Nacional, Mar Asset Management

Uma forma alternativa de se resolver o problema fiscal é através de um crescimento maior. Se houver uma perspectiva de que o PIB crescerá rapidamente nos próximos anos, a questão da sustentabilidade da dívida poderia ser amenizada. As repetidas surpresas positivas no crescimento do PIB no período pós-pandemia levaram à especulação de que essa saída poderia ser viável. Entretanto, discordamos dessa visão.

A hipótese seria que tivemos aumento do PIB potencial devido ao acúmulo de reformas implementadas nos últimos anos. Concordamos com a importância da sequência de reformas, mas acreditamos que seu efeito está mais concentrado em evitar uma redução mais acentuada do crescimento potencial do que em aumentá-lo de forma efetiva.

Por isso, nós e o consenso de mercado, enxergamos queda relevante do crescimento potencial ao longo da última década. A produtividade tem mudanças lentas e marginais ao longo do tempo (medida pela PTF⁵) e, o que parece ocorrer nos últimos anos, é uma tendência de redução da produtividade e não aumento. O que sabemos com um grau maior de certeza é que o crescimento potencial é uma derivada do crescimento demográfico, e que este vem diminuindo de forma bastante acelerada no Brasil. Por isso, nós e o consenso de mercado, enxergamos queda relevante do crescimento potencial ao longo da última década.

Diferentemente dos Estados Unidos, onde a imigração temporariamente impulsionou o PIB potencial, no Brasil acreditamos que um excesso de crescimento resultará em maior inflação no futuro.

GRÁFICO 21:
Crescimento da população
entre 20-64 anos

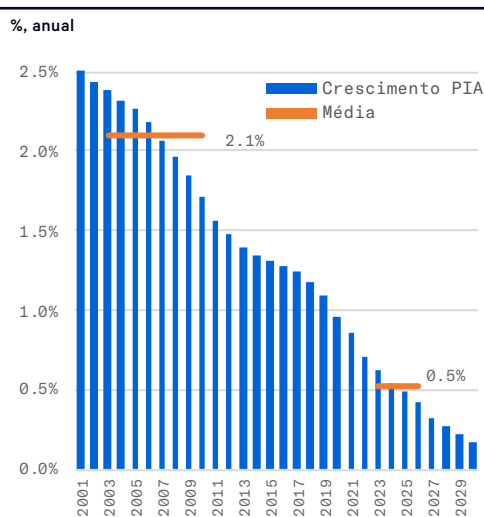
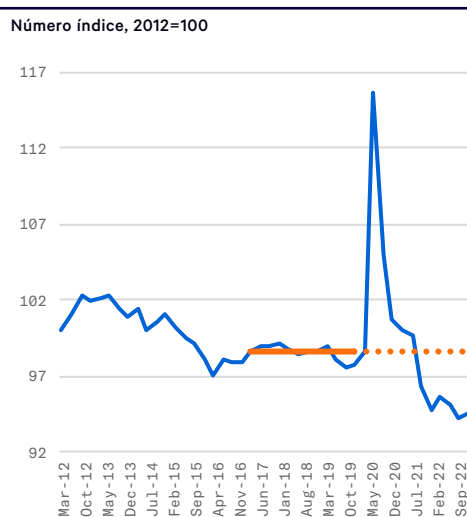


GRÁFICO 22:
Indicador de produtividade agregada da
economia (Produtividade Total dos Fatores)



5 O PIB pode ser desagregado entre trabalho (L), capital (K) e produtividade dos fatores (PTF). Há um esforço de alguns órgãos para tentar estimar a evolução do estoque de capital e o grau de utilização desses dois fatores (K e L).

$$PIB_t = PTF_t * (NUCI * K)^\alpha (Horas Trabalhadas)^{1-\alpha}$$

Essa decomposição mostra um choque negativo na produtividade no Brasil no pós-Covid. Após o choque inicial da pandemia, por conta do fechamento mais concentrado nos serviços de produtividade mais baixa, a PTF estabilizou em um nível bastante baixo, cerca de 3% abaixo do nível pré-pandemia.

Política

O desafio político imposto pelo Congresso ao atual governo tem sido celebrado pelo mercado como um sinal de equilíbrio de forças entre Executivo e Legislativo. Concordamos com essa ideia de maneira geral. No entanto, quando se trata do âmbito fiscal, essa dinâmica se torna mais complexa. O mesmo Congresso que aprovou o aumento dos gastos por meio da PEC da Transição agora, em nome desse equilíbrio de poderes, dificulta a implementação de medidas para aumentar a arrecadação.

No contexto fiscal, o equilíbrio de forças políticas indica a possibilidade de déficits continuados no futuro. Isso ocorre porque retirar quase 2% do PIB do establishment econômico por meio de aumentos recorrentes na carga tributária não é uma tarefa simples para um governo com um nível limitado de apoio popular, especialmente quando esse apoio é concentrado regionalmente⁶.

É sempre viável encontrar soluções políticas para superar as resistências ao aumento da carga tributária. A questão que surge é até que ponto o Presidente Lula estaria disposto a ceder poder político a um Congresso de centro-direita, a fim de cumprir a meta de déficit primário prometida por Fernando Haddad.

Observamos uma clara resistência por parte do PT e do próprio Presidente Lula em conceder maior poder ao “Centrão”, particularmente ao seu maior representante, Artur Lira, em meio às proximidades das eleições municipais.

Com os preços de mercado mantendo-se estáveis, PIB surpreendendo positivamente e crescimento da popularidade do presidente, parece ser mais provável que o governo adote uma postura mais rígida em relação ao Congresso. A discussão sobre a pauta de aumento da arrecadação continuará sendo um desafio significativo e o Congresso, para pressionar o governo, já começa a abordar pautas que podem ter impacto fiscal

⁶ Nos aprofundamos nesse tema em cartas anteriores. Por exemplo, em nossa carta “Samba ou Tango”, de abril de 2023 ([link](#)).

negativo, como a proposta de desoneração da folha de pagamento para prefeituras, apresentada no final de agosto.

O mais provável é que um novo equilíbrio de forças será alcançado, mas os desdobramentos desse processo, do ponto de vista fiscal, são pouco previsíveis.

Nos causa grande apreensão a combinação de fatores que incluem uma economia que, em nossa avaliação, opera com um hiato positivo, uma taxa de desemprego historicamente baixa e incompatível com a meta de inflação, expectativas de inflação acima da meta, uma postura fiscal estruturalmente expansiva, riscos significativos relacionados à trajetória da dívida pública, a perspectiva de um governo que não tolera desaceleração econômica e, por fim, um banco central que enfrenta uma pressão política considerável e optou por um início agressivo de flexibilização na política monetária.

Sobre o BCB

A possibilidade do pouso perfeito trazido pelo caso americano combinado a uma forte pressão política, pode resultar em uma perigosa busca pelo Banco Central do Brasil (BCB) em alcançar o processo desinflacionário “mais que perfeito”: queda de inflação com queda de desemprego e reaceleração da demanda interna, ou seja, a convergência menos custosa do mundo.

Enquanto o próprio Fed carrega dúvidas sobre a consistência do processo desinflacionário americano, mesmo com sua inflação do núcleo de serviços próxima aos níveis pré-pandemia, forte choque positivo de mão de obra, desemprego compatível com inflação na meta e expectativas ancoradas, o BCB, surpreendentemente, tem comemorado o processo desinflacionário brasileiro como o mais eficiente do mundo. Isso ainda que a inflação de serviços no Brasil esteja acima de 5%, a taxa de desemprego em um nível incompatível com a inflação na meta e expectativas longas consolidadas acima da meta.

A discussão sobre política monetária e as taxas de juros no Brasil haviam saído do noticiário nos últimos anos. O nível da taxa Selic, que passou a

ser tratado como algo técnico e decidido por economistas especializados em reuniões no Banco Central, já não era do interesse geral da população.

Essa mudança foi uma evolução cultural importante no país, permitindo a aprovação da independência do Banco Central como um avanço institucional significativo.

No início deste ano, o Presidente Lula, preocupado com os riscos de desaceleração econômica que poderiam ser causados pela política monetária restritiva - que busca, precisamente, desacelerar a economia - iniciou uma intensa campanha pública contra as decisões do Banco Central e, particularmente, contra o seu presidente, Roberto Campos Neto.

A partir desse momento, a análise das decisões futuras de política monetária nos mercados passou a ser filtrada por uma antiga abordagem, a Realpolitik. A lógica que surgiu foi que as decisões monetárias deveriam levar em conta a realidade política para encontrar a melhor solução prática possível, ou seja, aceitar um mal menor para evitar um mal maior.

Essa ponderação traz em sua gênese abdicar algo da convergência da inflação à meta para reduzir as pressões políticas que poderiam até mesmo desfazer a recém conquistada independência do Banco Central.

O risco da introdução de Realpolitik para decisões de política monetária é colocar a meta de inflação no banco do passageiro, uma vez que outras variáveis devem ser equilibradas em prol de múltiplos objetivos.

Quando os mercados, analistas e jornalistas passam a considerar o componente político como um dos "objetivos" da política monetária, gradualmente as expectativas de inflação podem começar a se afastar da meta, à medida que esse elemento estranho ao regime ganhe mais força.

A dinâmica da política monetária depende, em grande parte, das expectativas dos agentes do mercado. Essas expectativas são sensíveis não apenas à execução técnica do Banco Central, mas também à percepção que os agentes econômicos têm sobre a independência do Comitê de Política Monetária (COPOM) em suas decisões.

Essa mistura, combinada com uma dose de Realpolitik, tem o potencial de ser inflamável. Se manuseada com extrema precaução, pode ser

gerenciada, mas a margem de erro é estreita e qualquer faísca pode causar uma combustão em pleno voo.

Não estamos inferindo que as decisões do BCB tenham sido politicamente influenciadas, mas apenas constatando que os analistas e gestores que consideraram a variável política em suas análises fizeram uma melhor avaliação e previsão, mesmo que por coincidência, das recentes decisões do BCB.

A partir daí, é inevitável que a maioria dos analistas e gestores passem a considerar essa nova variável em suas análises, corroborando para contaminação da formação de expectativas.

O cenário atual revela um equilíbrio delicado entre os mercados, os analistas, o Banco Central e o governo, que parece ser frágil e instável.

A busca pela harmonização das políticas monetária e fiscal, frequentemente mencionada pelo Ministro da Fazenda, parece estar indo em direção oposta ao desejável, dado o atual estágio do ciclo econômico. Percebemos que a harmonização que o Executivo procura é aquela que visa a um crescimento mais elevado no curto prazo. Isso resulta na implementação de estímulos fiscais, enquanto ao mesmo tempo pressiona o Banco Central a flexibilizar as condições monetárias. Essa harmonização atende às demandas políticas do novo governo em seu início de mandato, mas entra em conflito com o objetivo de convergência da inflação e controle da trajetória da dívida pública.

Enquanto o Chile passa por um "Hard(ish) Landing", os Estados Unidos alcançam um "Perfect Landing" e o México experimenta um "No Landing", a situação no Brasil parece se assemelhar a um tipo de "WonderLanding".

Retrovisor

Para os leitores que acompanham regularmente nossas cartas, não é surpresa nossa preocupação em relação à condução da política econômica ao longo deste ano. Agora, fica claro que nossa abordagem se mostrou equivocada ao compararmos com a dinâmica extremamente positiva dos preços desde abril.

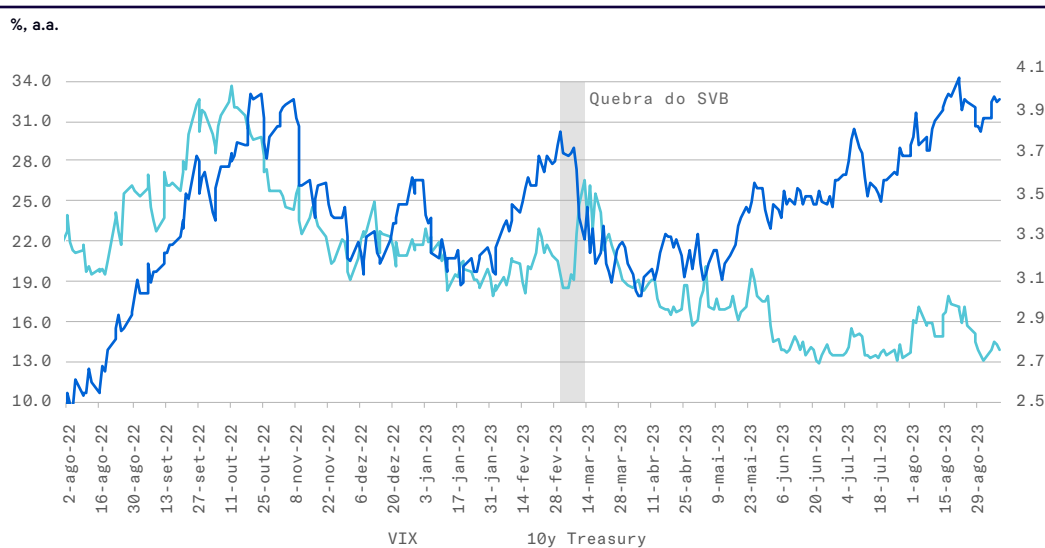
A má performance da estratégia Mar Absoluto em 2023 reflete a falta de aderência da nossa visão com o consenso do mercado.

Reconhecemos que cometemos um erro significativo ao longo deste ano, que foi não identificar prontamente a quebra de uma poderosa correlação que surgiu nos mercados globais desde o início do ciclo de aumento das taxas de juros pelo Fed.

Ao longo desse ciclo, a taxa dos títulos do Tesouro americano de 10 anos demonstrou uma forte correlação positiva com o índice de volatilidade do S&P (VIX), também conhecido como “índice do medo”. A crença subjacente era de que quanto mais elevadas as taxas de juros americanas, que funcionam como o principal custo de oportunidade para ativos globais, pior seria para ativos de risco. Juros em alta, VIX em alta.

A falência do Silicon Valley Bank resultou na quebra dessa correlação. Devido ao temor de uma crise bancária nos Estados Unidos e uma possível recessão, a taxa de juros dos títulos do Tesouro americano caiu, enquanto o índice de volatilidade do S&P (VIX) subiu.

GRÁFICO 23:
Taxa de juros da Treasury de 10 anos e Índice VIX de volatilidade



Naquela ocasião, realizamos uma análise profunda dos eventos semelhantes ocorridos no passado nos Estados Unidos. O time de equities mergulhou no entendimento sobre o SVB, com o objetivo de determinar

se esse evento era isolado ou um indício de fragilidade no sistema financeiro americano⁷.

Nossas conclusões e estudos foram posteriormente compartilhados⁸, destacando que aquele evento em particular era específico e que o crescimento econômico nos Estados Unidos retomaria sua trajetória normal. Acreditávamos também que o Fed retomaria sua abordagem habitual, levando aos aumentos das taxas de juros nos Estados Unidos.

Entendíamos que a correlação anterior voltaria à tona, alta de juros significando dificuldade para os ativos de riscos.

No entanto, de maneira surpreendente, a reação dos mercados após o evento foi diferente do esperado. Apesar da retomada da alta de juros, o entendimento predominante nos mercados foi de que a ausência de uma crise financeira era uma notícia positiva o suficiente para melhorar o ambiente de risco. Isso ocorreu mesmo com a volta da elevação das taxas de juros.

A partir daí, o índice VIX começou a declinar, saindo dos níveis em torno de 30% no início do ano para se aproximar de 10% nos meses seguintes ao episódio envolvendo o SVB.

A melhora na percepção do risco global impulsionou um notável rally nos ativos de risco, incluindo aqueles de países emergentes. Houve aumento nas bolsas de valores, valorização das moedas emergentes e redução das taxas de juros de longo prazo, mesmo com o aumento das taxas nos Estados Unidos.

Desde então, a divergência entre as taxas de juros dos títulos dos EUA e o índice de volatilidade VIX tem se aprofundado. No entanto, é questionável a sustentabilidade dessa divergência, pois é provável que, em algum momento, ocorra uma convergência. A incerteza que surge é se essa convergência será resultado da diminuição das taxas de juros nos

7 O estudo pode ser encontrado no seguinte [link](#).

8 [Link](#).

Estados Unidos ou do aumento do índice VIX (o que levaria à queda dos ativos de risco).

O aumento da probabilidade de um "perfect landing" sugere que a convergência se dê, pelo menos em parte, por meio da redução das taxas de juros.

Na profissão de gestão de portfólio, a divergência em relação ao consenso é necessária para a geração de alfa. Porém, quando divergimos do mercado e a nossa direção não se confirma, gradualmente diminuimos nossas exposições.

Temos grande dificuldade em "virar a mão", ou seja, inverter nossas posições para capturar dinâmica de preço que vai contra o que nos parece o mais provável. Como uma medida inicial de gestão de risco, nossa estratégia é reduzir a exposição do portfólio, reavaliando nossas ideias e perspectivas. Caso elas se mantenham, esperamos por um momento mais propício no futuro para implementá-las novamente.

Esse foi o playbook que adotamos ao longo dos últimos meses. Depois de praticamente zerar as principais posições perdedoras no ano, recentemente voltamos a adicionar risco ao portfólio.

Na parte macro, iniciamos posição aplicada (aposta em queda) da curva de juros americanos, após um longo período apostando em sua alta.

Neste momento, à medida que acreditamos que a probabilidade de um "soft landing" ou "perfect landing" nos Estados Unidos está em ascensão, observamos que a curva de juros está próxima dos níveis mais altos dos últimos anos. Isso nos sinaliza uma oportunidade promissora para adotar uma estratégia de aposta na queda dessas taxas.

No cenário brasileiro, as preocupações em relação à situação fiscal e monetária continuam aumentando. Nossa perspectiva mais pessimista em relação às taxas de juros de longo prazo parece estar ganhando mais aceitação no mercado, mas, enquanto isso, suas taxas seguem próximas às mínimas do ano.

Decidimos retomar a posição "tomada" (aposta na alta) em taxas de juros de longo prazo no Brasil, baseados na crença de que os níveis atuais estão refletindo um cenário otimista, que nos parece ter uma probabilidade baixa de ocorrer.

Estamos novamente divergindo da opinião predominante do mercado, mas desta vez em condições mais favoráveis e a preços mais vantajosos. Portanto, optamos por aumentar nossa exposição.

Além disso, durante o segundo trimestre, aumentamos nossa exposição à carteira de ações. Realizamos isso substituindo parte do capital em caixa por ativos com características específicas, que são menos dependentes do cenário macroeconômico local. Acreditamos que esses ativos ainda possuem um prêmio de risco excessivo, e caso ocorra uma reprecificação, poderíamos ser remunerados com retornos acima de 12% ao ano, ajustados pela inflação, em um horizonte de médio prazo.

Cinco empresas representam mais de 2/3 do risco na classe, entre elas: Eneva, Alupar e Equatorial. Embora não aprofundemos as teses de investimento em cada uma delas neste momento, essas escolhas compartilham certos elementos que buscamos:

1. ativos atuais subavaliados para sua dinâmica operacional e/ou risco associado aos fluxos de caixa;
2. opcionalidades de geração de valor não precificadas, principalmente em alocação de capital futura no curto/médio prazo; e
3. empresários e executivos com disciplina financeira, boa capacidade de identificar oportunidades, principalmente em cenários adversos, e extremamente alinhados.

Ademais, são empresas com uma proteção estrutural para o risco de repique inflacionário.

Independentemente de como será, ou mesmo se haverá um pouso, o melhor que fazemos por enquanto é apertar os cintos.

Gráficos Adicionais

GRÁFICO 24:
Diferenças entre a taxa de juros real ex-ante de 1 ano e taxa neutra em cada país

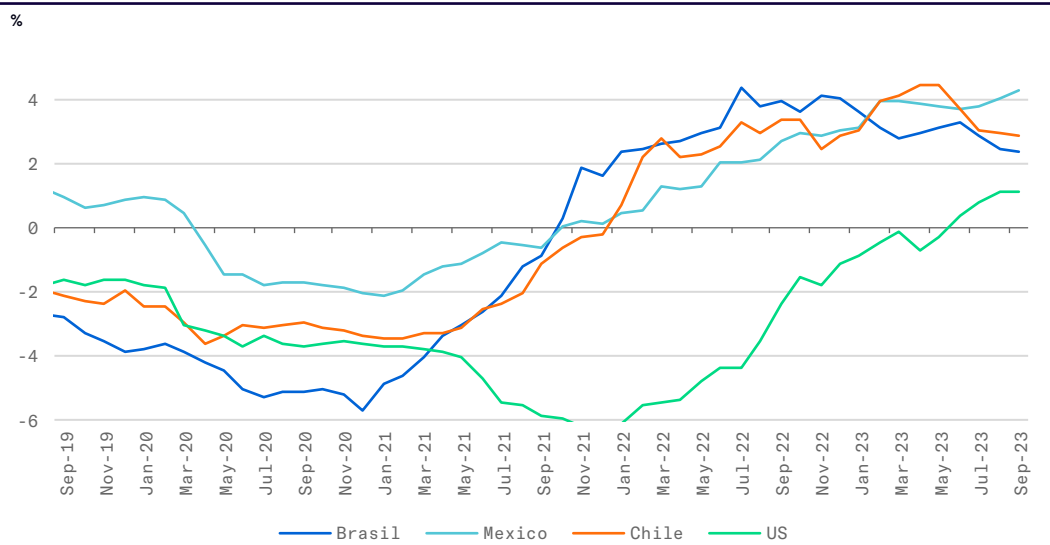
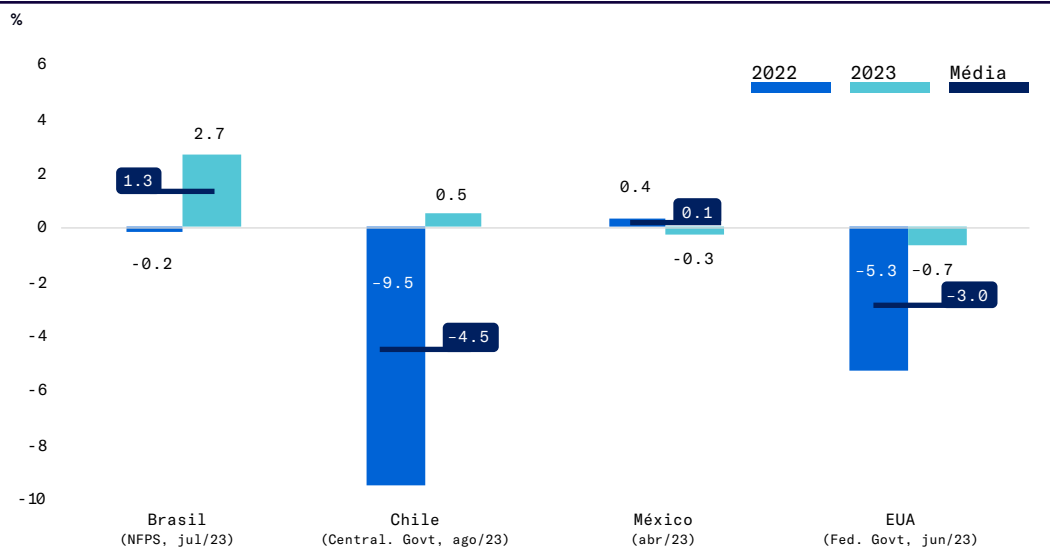


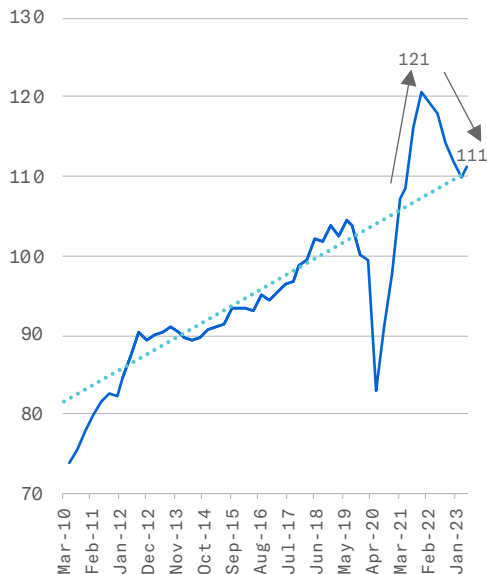
GRÁFICO 25:
Estimativas de impulso fiscal estrutural do FMI



Demanda interna

GRÁFICO 26:
Chile (Hardish Landing): após aumentar em quase 20%, a demanda interna contraiu bastante nos últimos trimestres

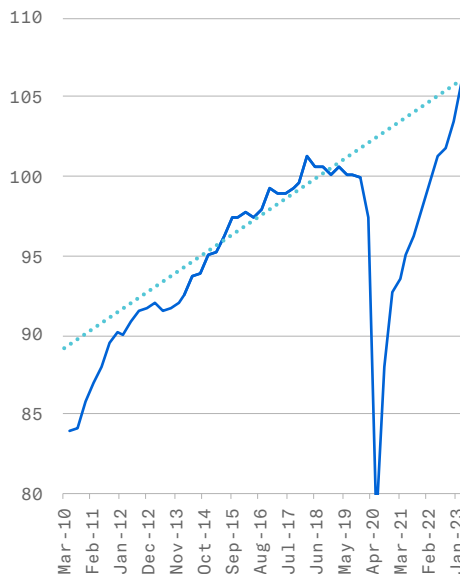
Número índice, 4T19=100



Fonte: INE, Mar Asset Management

GRÁFICO 27:
México (No Landing): a economia do México continua crescendo em um ritmo acima do potencial

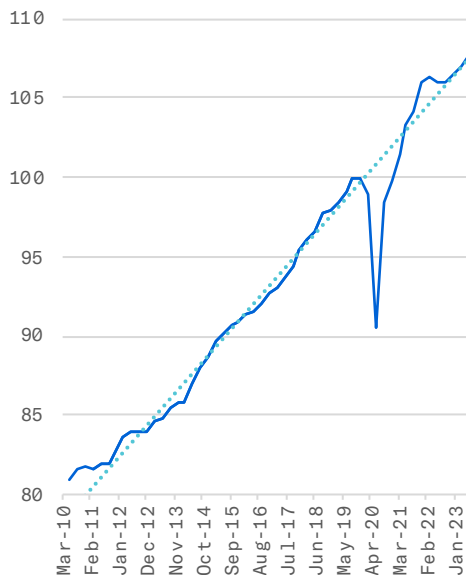
Número índice, 4T19=100



Fonte: INEGI, Mar Asset Management

GRÁFICO 28:
EUA (Perfect Landing): a demanda interna retornou à tendência de maneira perfeita!

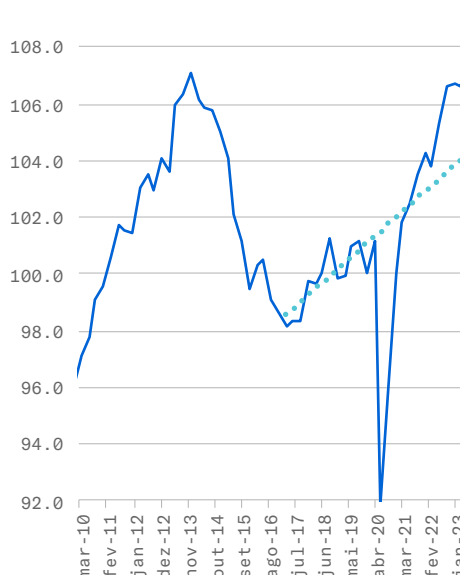
Número índice, 4T19=100



Fonte: BEA, Mar Asset Management

GRÁFICO 29:
Brasil (Wonderland): a demanda interna continua alta e crescendo.

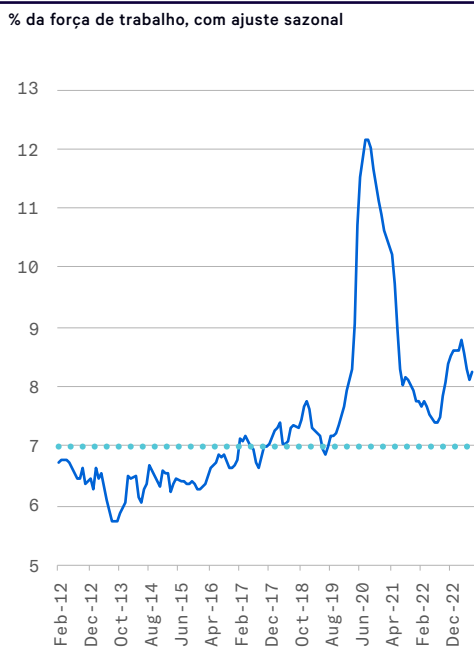
Número índice, 4T19=100



Fonte: IBGE, Mar Asset Management

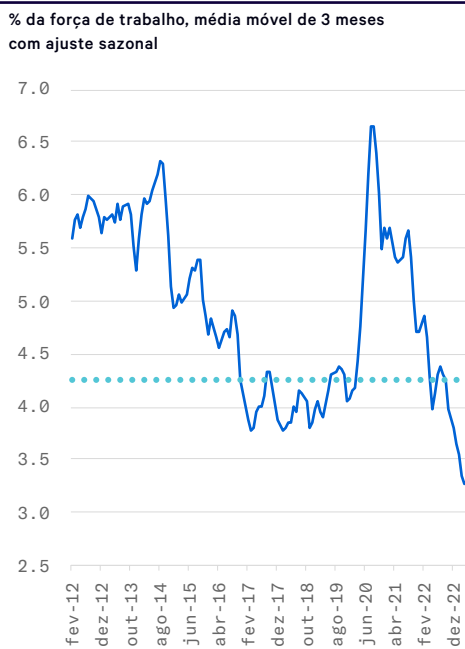
Taxa de desemprego

GRÁFICO 30:
Chile: a taxa de desemprego aumentou recentemente e está acima do nível pré-pandemia



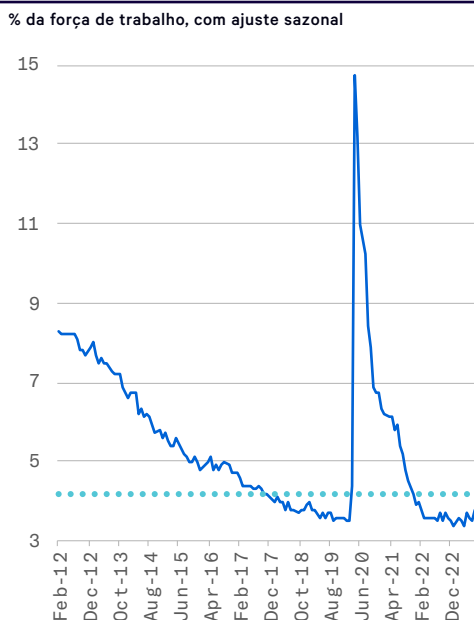
Fonte: INE, Mar Asset Management

GRÁFICO 31:
México: taxa de desemprego urbana no menor nível da série histórica



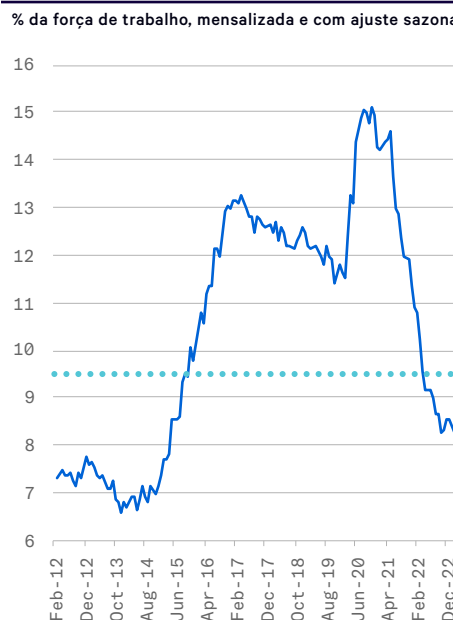
Fonte: INEGI, Mar Asset Management

GRÁFICO 32:
EUA: taxa de desemprego estagnada no nível pré-pandemia apesar do forte aumento do emprego



Fonte: BLS, Mar Asset Management

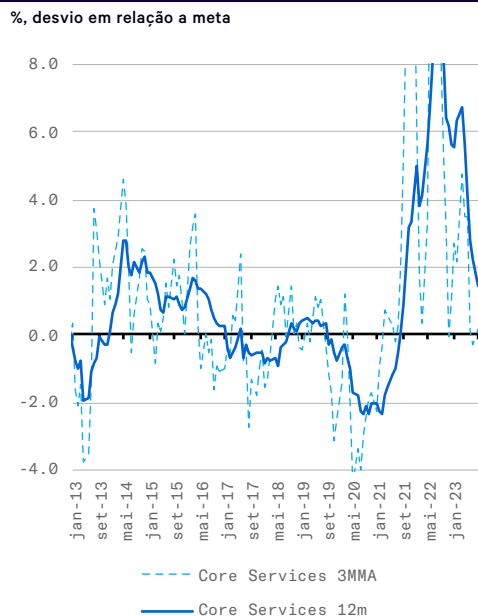
GRÁFICO 33:
Brasil: taxa de desemprego em queda e em um nível nunca visto concomitantemente à inflação na meta



Fonte: IBGE, Mar Asset Management

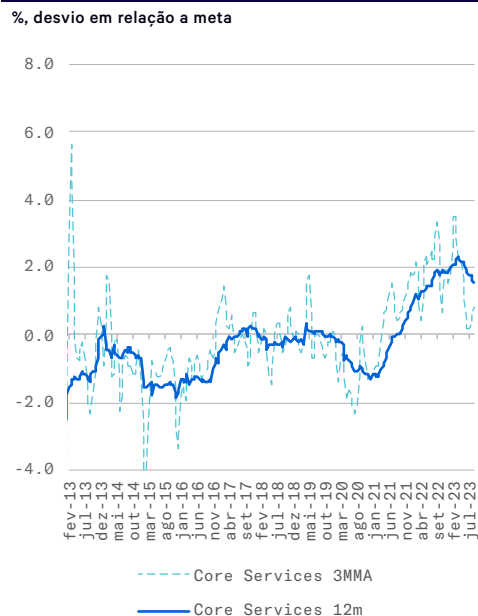
Núcleos de inflação de serviços

GRÁFICO 34:
Chile: inflação de serviços em trajetória declinante



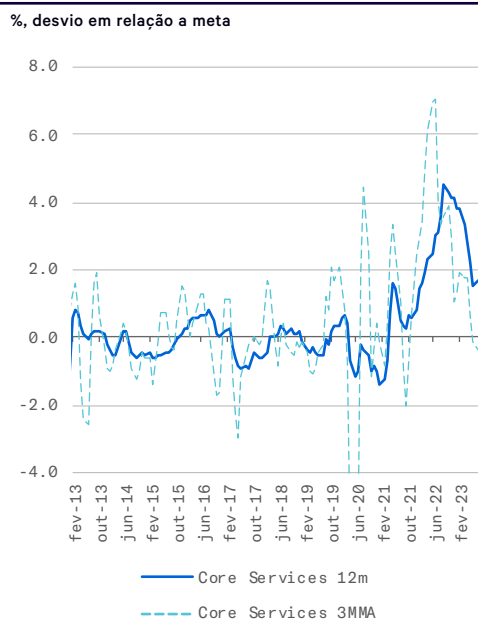
Fonte: INE, Mar Asset Management

GRÁFICO 35:
México: risco de reaceleração da inflação



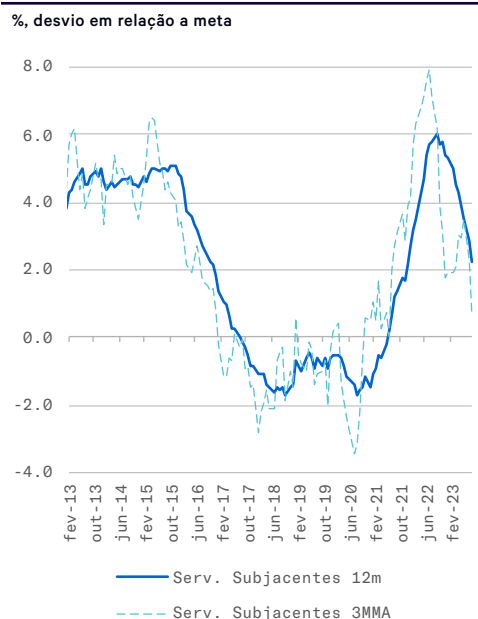
Fonte: INEGI, Mar Asset Management

GRÁFICO 36:
EUA: inflação de serviços parece estar convergindo para a meta



Fonte: BLS, Mar Asset Management

GRÁFICO 37:
Brasil: A boa performance recente da inflação de serviços está em risco

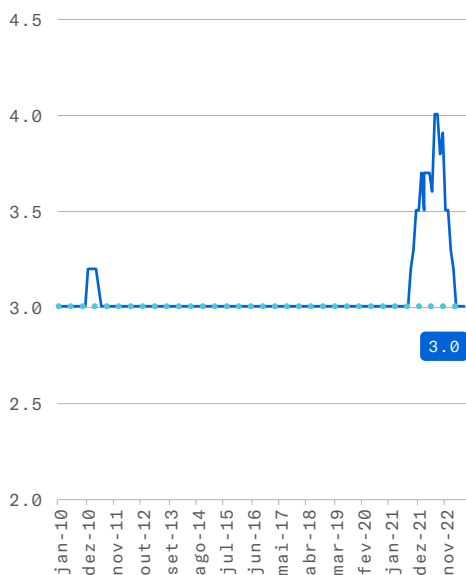


Fonte: IBGE, Mar Asset Management

Expectativas de inflação

GRÁFICO 38:
Chile: políticas fiscal e monetária harmonizadas reancoraram as expectativas de inflação

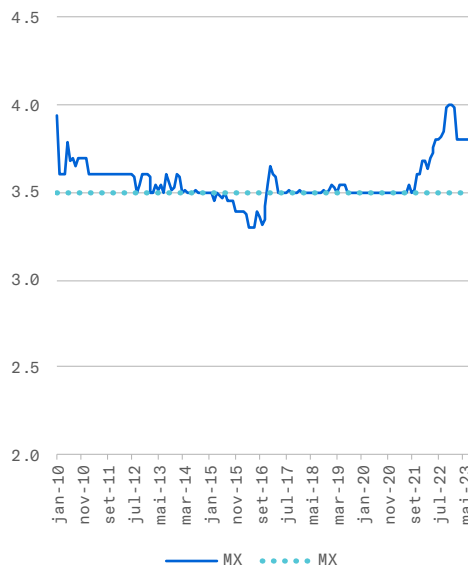
%, expectativa de inflação 2 anos à frente e meta de inflação



Fonte: BCCh, Mar Asset Management

GRÁFICO 39:
México: Banxico atua para reancorar as expectativas

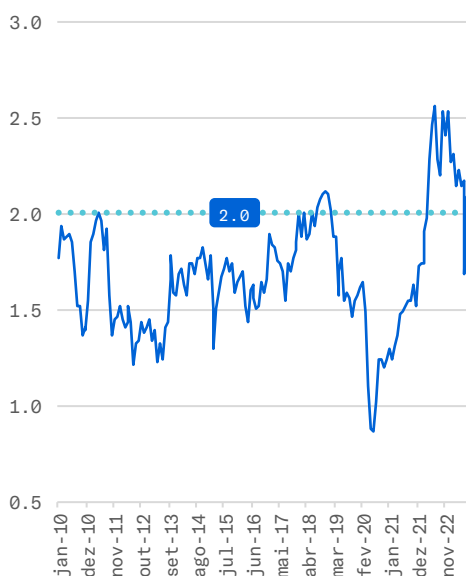
%, expectativa de inflação de 5 a 8 anos à frente e inflação média pré-pandemia



Fonte: Banxico, Mar Asset Management

GRÁFICO 40:
EUA: risco de desancoragem das expectativas nos EUA foi contido

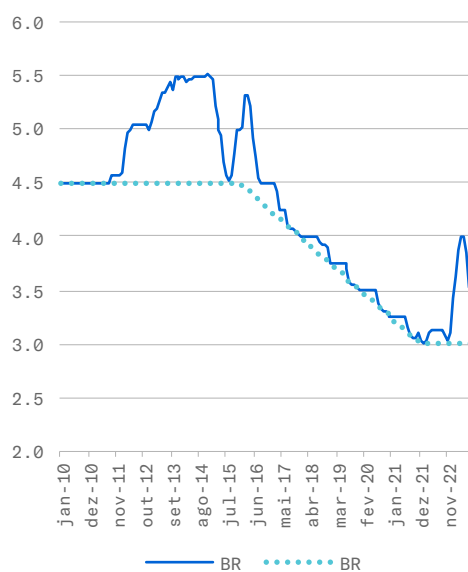
%, expectativas de inflação 5 anos à frente



Fonte: Cleveland Fed, Mar Asset Management

GRÁFICO 41:
Brasil: BCB iniciou um ciclo de afrouxamento a despeito de expectativas ainda acima da meta

%, expectativas e metas 2 anos à frente



Fonte: BCB, Mar Asset Management

mar asset
management

Relação com investidores

Igor Galvão

55 21 99462 3359

contato@marasset.com.br

rio de janeiro – rj • av. ataulfo de paiva 1351, 3º

andar, leblon • 22440 034

marasset.com.br