

# Carta mensal

Maio 2024

## O mundo segue plantando inflação

Vamos mostrar aqui nesta carta os motivos por que seguimos posicionados para um expressivo aumento da inflação mundial.

Em outros tempos não tão distantes para a nossa geração, ainda que estivéssemos na infância, a inflação norte-americana chegou a superar a barreira de 10% ao ano e desta vez não será descabido se tal fenômeno voltar a se repetir nos próximos anos, visto que a maior economia do planeta está pisando no acelerador fiscal e monetário em pleno emprego, contrariando a lógica de perseguir o objetivo de 2% que foi o procedimento adotado desde o surto inflacionário dos anos 80 (vide o nível estimulativo do índice de condições financeiras).

No dia 30 de maio de 2024, o atual e o ex-presidente do Fed de Nova Iorque, John Williams e Bill Dudley, respectivamente, divergiram a respeito do estado atual da política monetária americana. Enquanto o primeiro manifestou um grau de convicção elevado de que os juros estariam em território contracionista, ou seja, suficientemente alto para fazer a inflação convergir para a meta de 2%, o segundo disse que a taxa corrente deve estar próxima da neutra<sup>1</sup> e que por isso o Fed precisaria repensar as suas convicções.

Um ponto importante desta discussão de juros que convém ressaltar é que o mesmo nível de taxa pode ser encarado como restritivo ou não dependendo da época, tecnologia, demografia e das circunstâncias de outras políticas do governo. Se estivermos em uma fase de contração fiscal, por exemplo, a taxa real de 2% pode ser considerada muito alta pelos agentes econômicos, ao que chamamos de “restritiva”. Por outro lado, se o governo passar a conceder muitos benefícios financeiros às famílias e/ou às empresas, a taxa real de 2% será vista como sendo neutra ou até mesmo baixa (“estimulativa”).

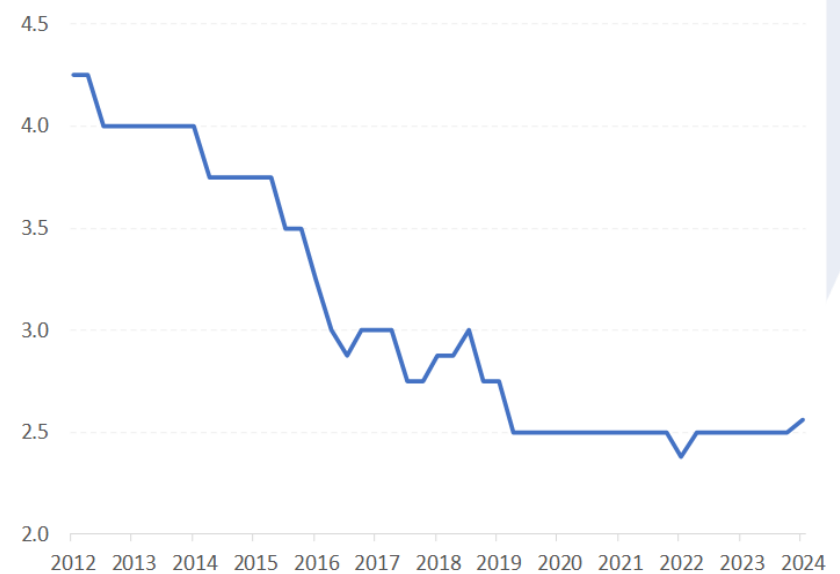
Em boa medida, o pressuposto ainda consensual de que a política monetária estaria restritiva (em todos os países) se baseia em estimativas calibradas no período pós-2008, quando a baixa inflação global conviveu lado a lado com fortes patamares de crescimento econômico e melhoria do mercado de trabalho.

Motivos para a baixa inflação entre 2009-2019 não faltaram. Houve desde então, até antes da pandemia em 2020, um período em que a globalização econômica se acentuou, um boom de urbanização na Ásia continental que seguiu ocorrendo, um ambiente geopolítico melhor, com gastos militares em queda, e algum esforço de contenção fiscal nos países avançados e emergentes.

Isso fez com que, naturalmente, os modelos passassem a apontar níveis de juro neutro muito abaixo dos vigentes antes da crise de 2008.

Assim, a mediana das estimativas de juro neutro colhida a partir das projeções dos 18 membros do Fed recuou de patamares acima de 4% em 2012 para cerca de 2,5% dez anos depois.

**Juro neutro segundo a mediana das projeções do Fed\***



Fonte: FRED

\* Segundo a mediana das projeções dos 18 membros do Fed

<sup>1</sup> Taxa de juro neutra é aquela que promove a convergência da inflação para patamares condizentes com as metas de longo prazo.

De 2020 para cá, no entanto, muita coisa mudou. Estamos com uma demografia pior, que acaba pressionando o gasto público de saúde para cima e ao mesmo tempo reduz a taxa de participação estrutural da força de trabalho no mundo. Ao mesmo tempo, temos visto um ambiente geopolítico muito pior e uma excessiva polarização política que contribui para políticas populistas de aumento do gasto público e dos estímulos monetários, pois torna o pêndulo da política econômica global mais refratário ao risco de recessão e, portanto, mais inclinado para uma forte aceleração da inflação nos próximos anos.

Ainda assim, o consenso quase absoluto é de que as taxas de juros atuais são restritivas.

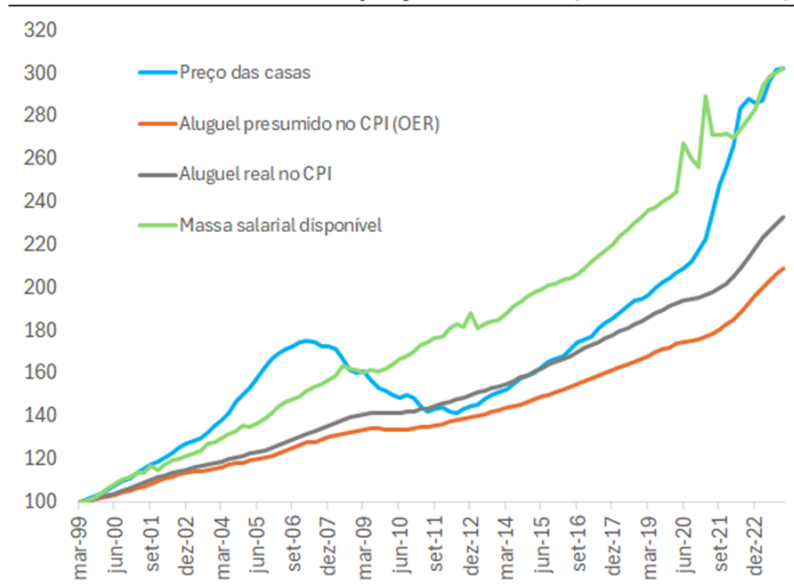
Porém, cabe perguntarmos a nós mesmos se há evidências disso?

Em nossa opinião, a resposta para esta pergunta deveria passar, necessariamente, pela observação dos principais mecanismos de transmissão dos juros para a economia (observando-se as defasagens), que historicamente foram estes: expectativas, crédito, ativos financeiros, ativos reais (em especial o mercado imobiliário), demanda doméstica e taxa de câmbio. Em todos estes casos, mesmo com os juros básicos acima de 5% há mais de um ano<sup>2</sup>, o comportamento destas variáveis vai na direção contrária ao que se observou em outros ciclos dentro de uma defasagem média de 6 a 9 meses (inferior portanto ao que já temos hoje).

Cabe então a pergunta: faz sentido que as defasagens dos juros para a atividade econômica tenham aumentado tanto assim, talvez para 18 ou 24 meses? Um argumento comumente feito desde meados de 2022 passa pelo suposto aumento da poupança das famílias, mas há poucos questionamentos do porquê de as famílias estarem tendo um poder de compra muito maior e de forma contínua.

O gráfico abaixo ajuda a explicar o que está acontecendo. Ao contrário do que foi observado nos anos que precederam a crise de 2008, quando claramente houve uma bolha no setor imobiliário, desta vez o aumento dos preços neste setor – um dos mais sensíveis à política monetária – está caminhando junto com o aumento do poder de compra da população, que estamos medindo aqui através do dado da massa salarial ampliada disponível. Além disso, podemos ver que desde meados do ano passado os preços das residências voltaram a subir após um breve período de recuo.

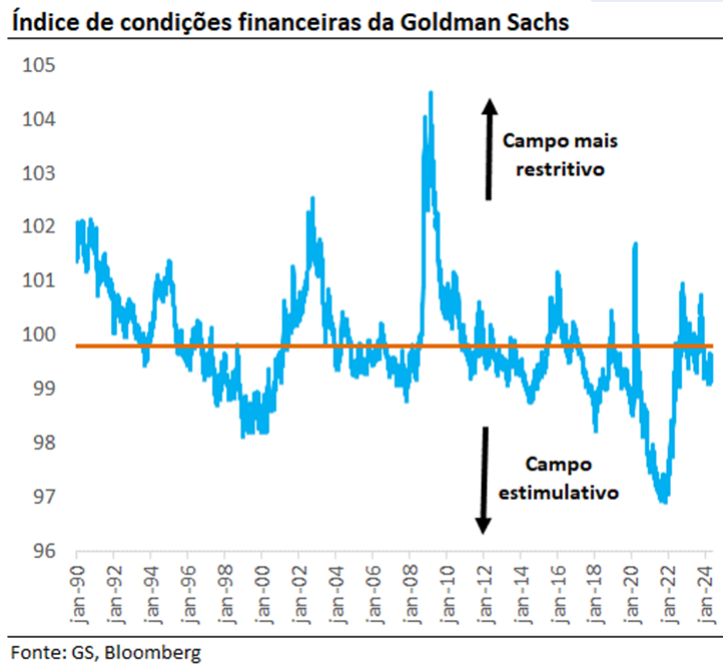
**EUA - Mercado imobiliário vs preços das casas (1º tri/1999 = 100)**



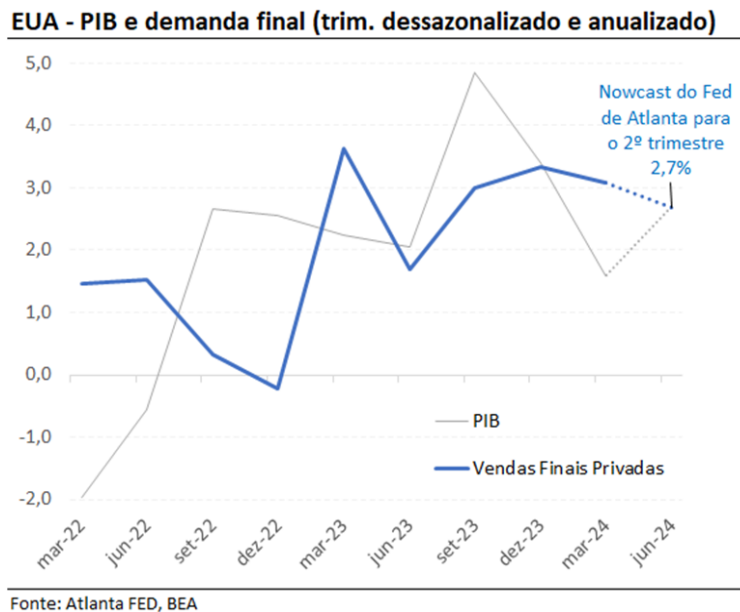
Fonte: Adam Capital.

<sup>2</sup> Há exatamente um ano a taxa dos Fed Funds era de 5,25%.

Uma ferramenta útil para esta medição do grau de aperto monetário é o chamado índice de condições financeiras. A Goldman Sachs, por exemplo, construiu um indicador próprio com esta finalidade<sup>3</sup>. Neste momento, porém, o índice da Goldman está levemente abaixo da média histórica, em um patamar condizente com fases de expansão econômica mais forte (ver gráfico a seguir):



Não por acaso, as vendas domésticas privadas vêm crescendo em torno de 3% ao ano há cerca de um ano e meio nos Estados Unidos. Em nossa avaliação, este indicador reflete melhor o ritmo subjacente da demanda porque filtra grande parte dos ruídos do PIB, ao excluir a volatilidade excessiva vinda dos estoques e do setor externo.

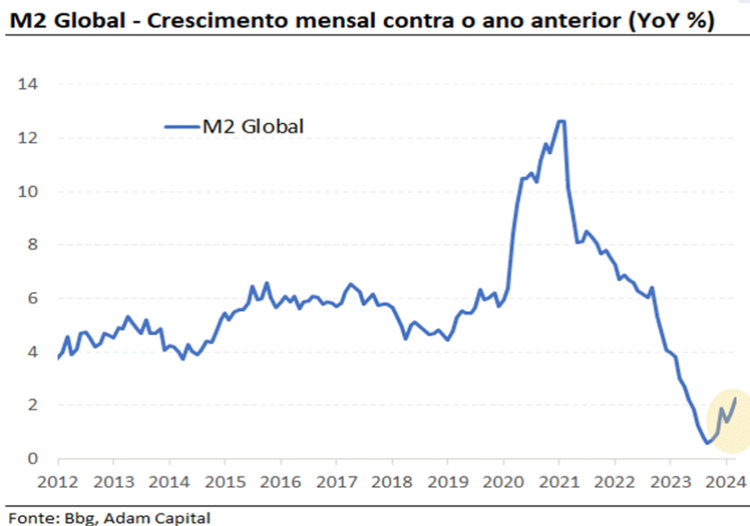


<sup>3</sup> Ver metodologia em <https://www.goldmansachs.com/intelligence/pages/case-for-financial-conditions/report-the-case-for-financial-conditions-index.pdf>

Mesmo não tendo conseguido ainda cortar os juros, as autoridades norte-americanas estão pisando no acelerador por outros meios. O Fed anunciou recentemente que vai reduzir o ritmo do chamado “QT”, que é o programa de venda de parte do excesso de ativos que foi comprado do mercado lá atrás e que acabou inchando o balanço do Fed com ativos de títulos públicos e privados. Assim, ao reduzir este ritmo de vendas, tem-se um efeito equivalente a um estímulo monetário quantitativo na margem.

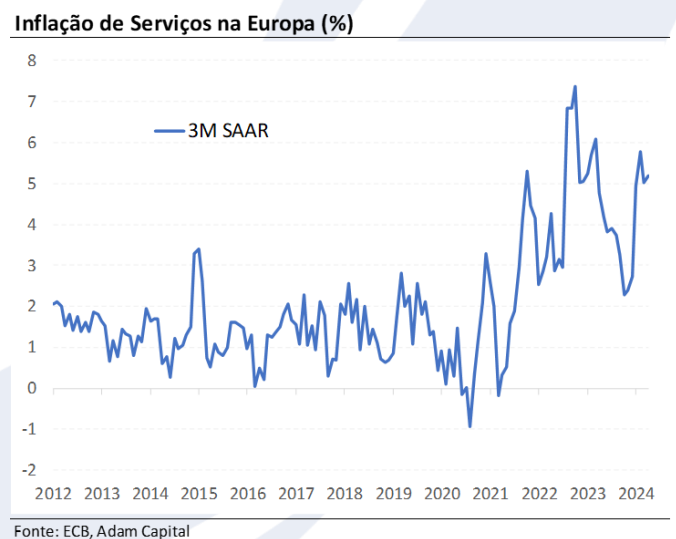
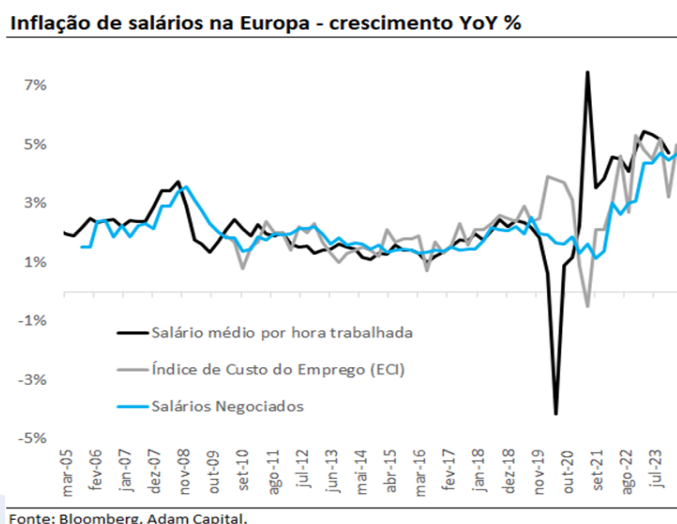
Além disso, o Tesouro dos Estados Unidos segue promovendo um ritmo colossal de emissões para sustentar os elevadíssimos compromissos de vencimentos de dívida e o crescente déficit nominal, que tem batido novos recordes devido ao aumento das despesas com juros, com saúde e com outros gastos que se tornaram rígidos no orçamento. Para piorar, o Tesouro tem optado por encurtar a dívida pública, fazendo assim com que a duração média dos vencimentos caia (o que também é uma forma de estímulo porque reduz a pressão sobre a curva de juros na parte longa).

Para além da geografia americana, uma evidência de que a política monetária global não está contracionista é vista através da expansão monetária, cujo ritmo voltou a acelerar recentemente, após a forte expansão registrada em 2020:



Mesmo com todos estes sinais de pujança, ainda assim os mercados seguem projetando cortes de juros ao redor do mundo.

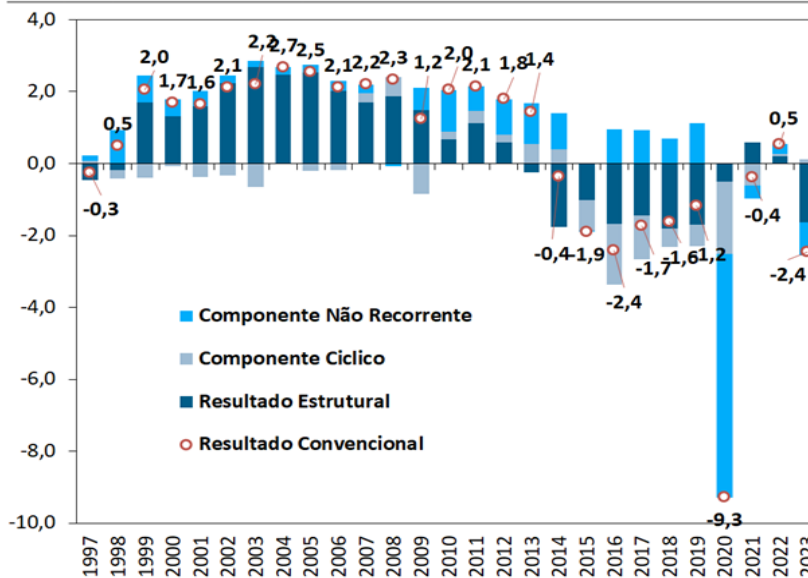
O primeiro banco central de países desenvolvidos sobre o qual se debruçam as expectativas nesta semana é o banco central europeu (ECB), com mais de 90% de chance implícita de corte nesta reunião de junho segundo os preços de mercado, o que nos parece equivocadamente em face da inflação de serviços elevada e das pressões contínuas vindas das negociações salariais na Europa:



Por fim, falando de Brasil, temos uma situação muito semelhante ao que vemos lá fora, pois os estímulos econômicos continuam sendo dados mesmo com a economia acelerando no mercado de trabalho e caminhando para um crescimento da demanda doméstica e do consumo na casa dos 3% ou mais, mesmo diante da tragédia ocorrida no Rio Grande do Sul.

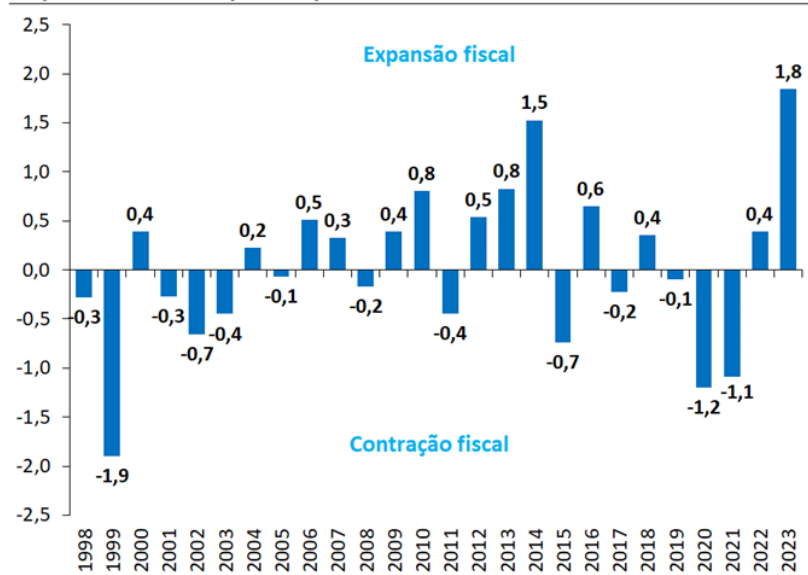
Um estudo interessante foi feito pelo Instituição Fiscal Independente, órgão de análises de conjuntura ligado ao Senado Federal<sup>4</sup>. No seu cálculo do **Resultado fiscal estrutural**, o IFI chegou em um impulso fiscal recorde no ano passado. Eles calculam este resultado a partir da variação do primário estrutural, que é o componente isolado dos efeitos cíclicos (que oscilam devido ao ciclo econômico) e limpo do componente não-recorrente (como aqueles gastos feitos exclusivamente em função da pandemia). Vale fazer a observação de que resultado fiscal primário recorrente negativo se transforma em um impulso fiscal positivo para a demanda (e vice-versa).

**Composição do resultado primário do Governo Central - % do PIB**



Fonte: IFI.

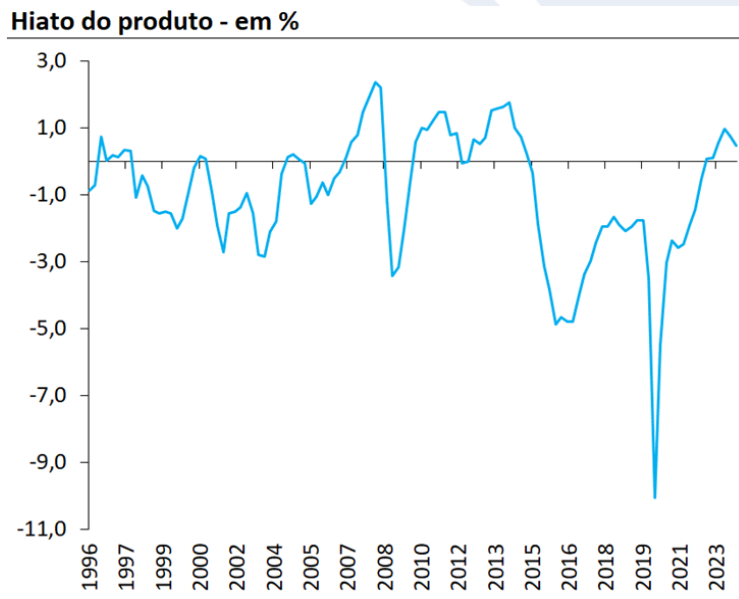
**Impulso Fiscal - em pontos percentuais do PIB**



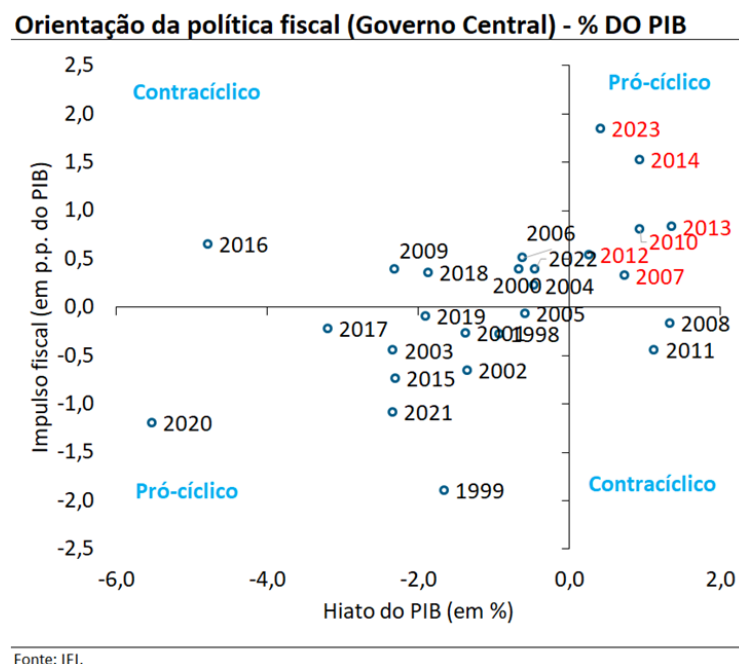
Fonte: IFI.

<sup>4</sup> Uma espécie de CBO brasileiro, que é o órgão responsável pela elaboração de cenários para o Congresso dos Estados Unidos (<https://www12.senado.leg.br/ifi>)

Porém, ao contrário da maioria dos anos em que a política fiscal é pró-cíclica, desta vez o expansionismo ocorre em um momento de economia forte, ou com hiato do produto positivo, segundo a estimativa deste próprio órgão:



Já o gráfico a seguir ajuda a entender que há 4 situações possíveis: dentro das fases de política fiscal expansionista, isto pode ocorrer com a economia fraca (contra-cíclica) ou forte (pró-cíclica). Já a política fiscal contracionista pode ser aplicada com a economia fraca (pró-cíclica) ou forte (contra-cíclica).



Um aspecto interessante e intuitivo desta análise é a observação de que a inflação subiu em todos os cinco episódios subsequentes aos anos em que a política fiscal foi pró-cíclica com o hiato positivo (quadrante superior direito). Em média, a alta do IPCA foi de 137 bps nos anos seguintes.

### Aceleração do IPCA no ano seguinte ao impulso pró-cíclico com hiato positivo (em pontos percentuais)

Ano (t)	Aumento do IPCA em t+1 (em p.p.)	
2007	1.44	<i>(2008 menos 2007)</i>
2010	0.59	<i>(2011 menos 2010)</i>
2012	0.07	<i>(2013 menos 2012)</i>
2013	0.50	<i>(2014 menos 2013)</i>
2014	4.26	<i>(2015 menos 2014)</i>
<b>média</b>	<b>1.37</b>	

Fonte: IBGE, Adam Capital.

Todos os estímulos aqui e lá fora, portanto, atuam no sentido de uma aceleração da inflação nos próximos anos. Neste cenário, entendemos que o ouro e outros ativos como bolsa brasileira e juros locais devem subir, e por isso temos estas posições em nossa carteira.

Se os bancos centrais confirmarem o viés de corte de juros esperado pelo mercado - a começar pelo ECB e depois pelo Fed – as posições em ativos reais devem se beneficiar ainda mais, ainda que o custo destas políticas deva aparecer em algum momento ao longo dos próximos anos.





CONHEÇA OS  
FUNDOS DA ADAM|CAPITAL

**ADAM  
ADVANCED**

[saiba mais](#)

**ADAM  
MACRO**

[saiba mais](#)

**ADAM  
PREV**

[saiba mais](#)

**ADAM  
RENDA FIXA  
ATIVA**

[saiba mais](#)

**ADAM  
RENDA FIXA  
ATIVA PREV**

[saiba mais](#)

## Contato

[comercial@adamcapital.com.br](mailto:comercial@adamcapital.com.br)



### **ADAM Capital**

Rua Dias Ferreira, 190 – sala 502 – Leblon  
Rio de Janeiro, Brazil – CEP 22431-050  
+55 21 3993-7000

[www.adamcapital.com.br](http://www.adamcapital.com.br)