



carta: Novembro, 2022
Em busca do
horizonte Gregoriano

mar asset
management

O fim de 2022 se aproxima e a reflexão sobre como 2023 irá se desdobrar ganha destaque nas análises econômicas. Achamos curiosa a onda de produção e revisão de cenários pessoais e profissionais que acontecem a cada início de ano calendário.

Desde que o papa Gregório XIII, em 24 de fevereiro de 1582, decretou a alteração do calendário Juliano para o Gregoriano, temos usado o 31 de dezembro como sinal de fim de ciclo e véspera do início de um novo ciclo de 365 dias.

Como se o fim/início do ano fosse algo mais que uma mera convenção da sociedade ocidental para organizar melhor nossas agendas e, em particular, nossos pagamentos de impostos. Sendo muitas vezes tratado como potencial mudança estrutural de mercados e preços.

Ainda assim, como grandes admiradores e respeitadores dos ritos e padrões sociais, também cumprimos nossa cota de reflexão Gregoriana.

Este ano nos parece especial para esse exercício.

De onde viemos e onde estamos

Nos últimos três anos, tivemos um tema central que balizava as decisões de investimentos da Mar Asset. A pandemia de Covid-19 e suas consequências econômicas definiram em grande medida a dinâmica das economias globais e os preços dos ativos financeiros.

A pandemia, com sua característica bíblica, foi a grande protagonista global. Entender sua dinâmica, assim como os seus efeitos colaterais, foi o tema de fundo mais importante para pensarmos o portfólio.

Como nossos investidores e leitores já sabem, nosso portfólio é construído de baixo para cima, seja em ideias macro ou em ideias micro. O olhar de cima pra baixo serve como fonte de adequação do portfólio em relação ao apetite a risco como um todo.

Ainda assim, a reflexão sobre a pandemia produziu algumas ideias e alocações específicas bastante interessantes. Em especial, as posições apostadas em altas das taxas de juros, começando na parte longa da curva do Brasil, depois migrando para posição tomada na parte curta da curva de Chile e em sequência tomada na parte curta e longa dos EUA.

Nossas posições em taxas de juros foram, em grande medida, uma estratégia de jogo repetido. Observamos seu início nas economias emergentes, com incremento mais acelerado de taxas por conta de menor credibilidade de seus bancos centrais, para depois serem repetidas pelas autoridades monetárias das economias desenvolvidas, mais críveis, que se deram ao luxo de observar suas economias por mais tempo antes de se moverem. Assim, tinham uma maior convicção sobre o diagnóstico inflacionário.

Esse processo está bem descrito em duas cartas¹ divulgadas ao longo desse ano.

Agora, o mercado precifica uma taxa Fed Funds terminal para o atual ciclo próxima a 5%. Ainda que acreditemos que o risco para taxa final seja mais perto de 6% do que de 5%, entendemos que o último ciclo de aperto global, operado pelo Fed, se aproxima do fim.

O Fed, como “O banco central do mundo”, é quem no fim das contas definirá a desaceleração econômica e a vitória global contra a inflação. Essa vitória trará custos profundos, que hoje ainda não temos clareza sobre sua magnitude.

1 [Ondas e preços](#) (carta: Junho, 2022) e [Preços e Curvas](#) (carta: Agosto 2022)

O principal custo, e mais provável, será uma forte contração de consumo das famílias americanas, motor central da maior economia do mundo e principal fonte da onda inflacionária atual. Por sua fortaleza, a resiliência do consumo das famílias tem tornado o trabalho do Fed ainda mais difícil e potencialmente muito mais custoso.

Algo que sempre tivemos grande confiança foi a forma que o combate à inflação deve ser travado. Através do aperto das condições monetárias, tendo como principal instrumento a alta dos juros.

Conforme nos aproximamos do fim do ciclo de aperto, nossa última “certeza” vai se dissipando e ficaremos somente com a dúvida sobre quais, e quão intensos, serão os efeitos colaterais dessa batalha.

Inicialmente, imaginávamos que ao fim do ciclo de aperto, deveríamos entrar em uma onda de ciclos de afrouxamento monetário em várias economias. Sobretudo naquelas que foram mais céleres no processo.

Hoje temos dúvidas sobre esse próximo passo.

O ciclo de cortes de juros irá acontecer, pois em algum momento as políticas monetárias restritivas serão revertidas. O desafio atual é entender em que momento.

Isto torna o ambiente imediatamente à frente, o ano de 2023, bastante incerto para a tarefa de alocação de capital.

Um rascunho e não um desenho para o cenário de 2023

Nosso rascunho inicial para 2023 é de um ambiente de inflação ainda alta, que demandará taxas de juros em nível restritivo por mais tempo, combinada com início da efetiva desaceleração das economias, através principalmente da redução do consumo das famílias.

Devemos conviver com a estagflação por algum tempo.

Vislumbramos um ambiente de consumo declinante, com taxas de juros e inflação ainda altas, mas com preços de ativos financeiros relativamente caros, por conta da busca dos investidores pelo ponto de virada.

Combinação que, à primeira vista, compõe um dos piores cenários dos últimos anos para se alocar capital em risco.

Esse período de transição, até que os juros comecem efetivamente a cair de forma estrutural, oferece inúmeros riscos. O maior deles é a ansiedade em se posicionar em ativos de riscos antes da hora, por conta de uma transição mais longa que a esperada.

Devemos evitar cair na armadilha do FOMO (fear of missing out).

Na classe macro, o risco é claro. Apostar em uma queda da taxa de juros que, no final das contas, não se realize. Pelo menos, não no termo esperado.

Na classe de ações, a nosso ver, o mercado já se preparava para o ambiente de queda da taxa de juros. Esse ambiente geraria uma reprecificação de múltiplos das ações para cima, por conta da queda do custo de capital, assim como para retomada da demanda, melhorando as estimativas para receita das empresas.

Até chegarmos lá, no entanto, estaremos em ambiente de (i) taxa de juros altas, que deprimem múltiplos e desacelera a perspectiva de receita; (ii) dúvida sobre os juros neutros americanos, que ancora o custo de capital global; (iii) inflação alta, que tende a comprimir margens de lucro de uma maneira geral.

Ambiente, portanto, desfavorável à classe de ações, que aumenta a margem de segurança exigida para investir em uma empresa. Como diria Warren Buffett: os juros são a gravidade das ações. Quanto maiores os juros, mais difícil para o preço das ações decolar ².

² “[interest rates] act on financial valuations the way gravity acts on matter: The higher the rate, the greater the downward pull.” – Warren Buffett

E o Brasil?

Para aumentar a incerteza a frente, já pensando especificamente no Brasil, o ano de 2022 encerra o mandato de quatro anos do governo Bolsonaro.

Toda a troca de governo suscita enormes incertezas. No entanto, esse período eleitoral, surpreendentemente na ótica dos mercados, foi o de menor volatilidade que já vivenciamos.

Esse excesso de tranquilidade dos mercados com os diferentes resultados eleitorais foi tão grande que começamos a nos preocupar ainda antes da votação.

Acreditamos que qualquer um dos dois candidatos não faria mudanças radicais de políticas econômicas, mas, ao mesmo tempo, considerávamos que havia diferenças importantes entre eles.

O nível de convicção adotado pelos mercados sobre a moderação dos candidatos nos deixou em alerta e nos proporcionou construir posições defensivas a bons preços.

Nossa principal surpresa durante o processo eleitoral

Durante o processo eleitoral fomos surpreendidos em um tema bem específico: a decisão do então candidato Lula de não anunciar seu futuro ministro da fazenda.

Nos parecia que, durante a disputa de segundo turno, o anúncio desse ministro seria de importante valência para o candidato Lula converter os eleitores moderados que ainda não haviam se decidido, a falta desse anúncio colocava em risco a sua própria vitória.

Diante dessa questão nossa pergunta era, porque um político experiente e pragmático como o Lula correria o risco de perder as eleições sem usar a “carta na manga” de um ministro da fazenda moderado, caso essa fosse sua intenção final?

Se o Lula estivesse seguindo a lógica da moderação na seara econômica, em linha com a aproximação dos economistas tucanos, porque não anunciar seu ministro durante o segundo turno e “liquidar a fatura” da eleição?

Aguardamos ansiosamente pelo anúncio, que nunca veio, nos restando apenas a dúvida de como interpretar essa decisão.

Será que temos hoje um Lula menos pragmático do que imaginávamos? Menos moderado? Menos disposto a se aproximar de uma economia de mercado do que à primeira vista parecia?

Naturalmente, a convicção em responder perguntas dessa natureza é sempre baixa. No entanto, nos parece que a resposta para todas as perguntas acima seja, sim.

Interpretamos a não escolha do ministro como uma carta de independência do presidente eleito em relação aos mercados. Como se dissesse que não precisou responder aos anseios do mercado para vencer as eleições e por isso estaria “livre para responder às demandas do povo”.

O desafio dessa lógica é entender, de fato, se é compatível com a demanda emanada das urnas nessas eleições.

A legitimidade de um novo governante se dá, em grande medida, pela clareza com que implementa as demandas sociais que o levou a vitória.

Porém, dois projetos de governos tão antagônicos e um resultado que consideramos empate, representa a própria falta de unidade e clareza das urnas.

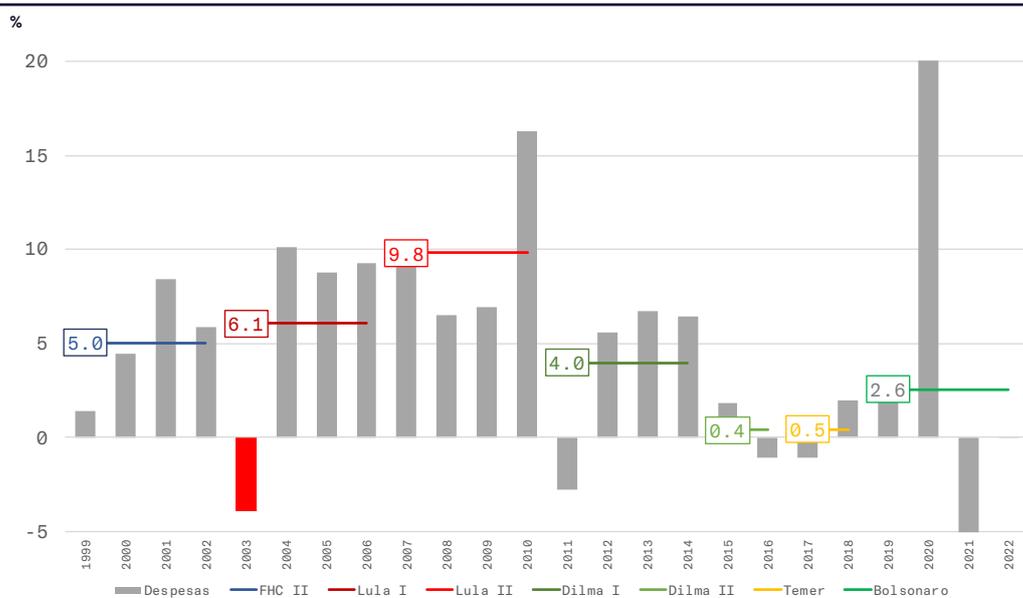
Temos um candidato vencedor que tomou, a nosso ver, riscos relevantes durante a campanha para ganhar liberdade de ação em relação aos mercados e elite econômica.

Lula parece carregar uma interpretação própria da mensagem das urnas, que dificilmente reflete os desejos de 50% da população, mas ainda assim apresenta ideias claras do que pretende fazer. Em especial, sobre o aumento dos gastos do governo.

Em nosso estudo “Lula Sob a Ótica da Política Fiscal³”, argumentamos que um governo do PT com crescimento de gasto médio real de 2% ao ano, seria o mais conservador da história.

Seria um mandato com 1/3 do crescimento dos gastos vistos em Lula 1 e 2 e metade do que foi visto no governo Dilma 1.

Gráfico 1: Crescimento real das despesas primárias



Fonte: Tesouro Nacional, Mar Asset Management

Mesmo um governo fiscalmente conservador na ótica petista seria insuficiente para estabilização da dívida/PIB.

A não ser que os gastos sejam compensados por aumento de impostos.

3 [Lula Sob a Ótica da Política Fiscal](#) (estudo: novembro 2022)

Risco de cauda político/social.

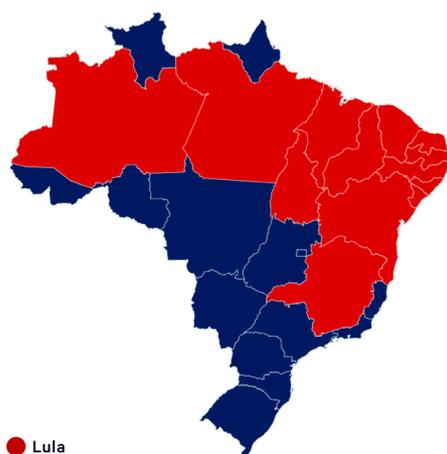
Aqui mora o tema que nos gera a maior preocupação sobre o ambiente político/social para os próximos anos no Brasil.

Como mencionado anteriormente, a forma de aumentar gastos sem gerar desequilíbrio da dívida é via aumento de impostos. Há pouco mais de 15 anos, desde o fracasso da renovação da CPMF no governo Lula, o tema “aumento de impostos” é um tabu no meio político dado a percepção da sociedade de já pagar impostos excessivos.

É sabido por todos que o resultado da eleição, além de ter sido o mais apertado da história, foi também bastante demarcado geograficamente. A vantagem eleitoral do presidente Bolsonaro no Sudeste, Sul e Centro-Oeste não foi capaz de compensar a vantagem obtida pelo ex-Presidente Lula no Nordeste.

Além de ser tema impopular de maneira geral, um aumento de impostos recairia mais para a população nas regiões “bolsonaristas”, enquanto os beneficiários de sua realocação estariam mais concentrados nas regiões “lulistas”.

Gráfico 2: Geografia da votação presidencial no 2º turno



● Lula
● Bolsonaro

Fonte: Tribunal Superior Eleitoral, Mar Asset Management

Gráfico 3: Estados de acordo com saldo de tributos pagos menos transferências recebidas junto à União



● Saldo Positivo
● Saldo Negativo

Fonte: Receita Federal, CGU, Mar Asset Management

Essa perspectiva geográfica de aumento de arrecadação de impostos e distribuição de renda, com cenário eleitoral tão bem demarcado, carrega as sementes de um potencial conflito social e ideológico a ser travado pelo debate público e no congresso. Haverá pressão sobre os representantes eleitos pelo Sudeste/Sul/Centro Oeste, contra a política do governo central, dividindo mais uma vez a sociedade.

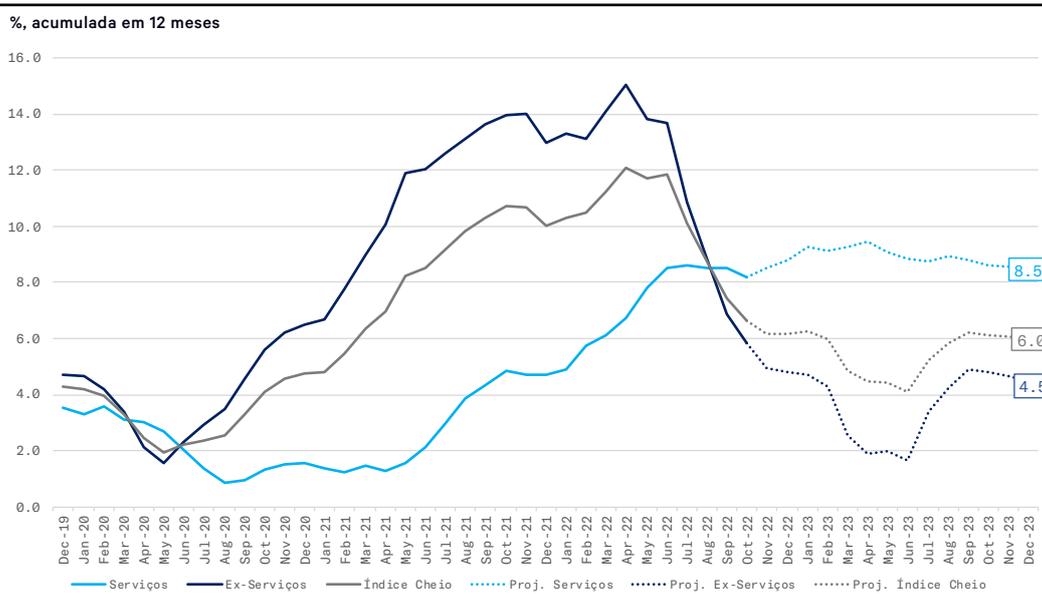
Uma política governamental desconectada do interesse de grande parte da população tem o efeito potencial de produzir rápida e aguda deterioração da popularidade presidencial já no início do seu mandato. O que, naturalmente, traria aumento da incerteza e dificuldade na relação do executivo com os outros poderes democraticamente constituídos.

Essa conformação, dificultará muito a adoção de aumento dos impostos necessário para equacionar o orçamento fiscal dado o crescimento de gastos que parece já estar contratado. O governo enfrentará o dilema entre desistir dessa pauta central sem a arrecadação extra, ou se manterá o aumento de gastos públicos mesmo em vista do desequilíbrio fiscal.

Inflação Brasil

Adicionando ao já relevante desafio da política fiscal, entramos em 2023 com nível de inflação ainda muito alto. Entendemos que o cenário inflacionário é muito menos claro do que o percebido pelo consenso de mercado.

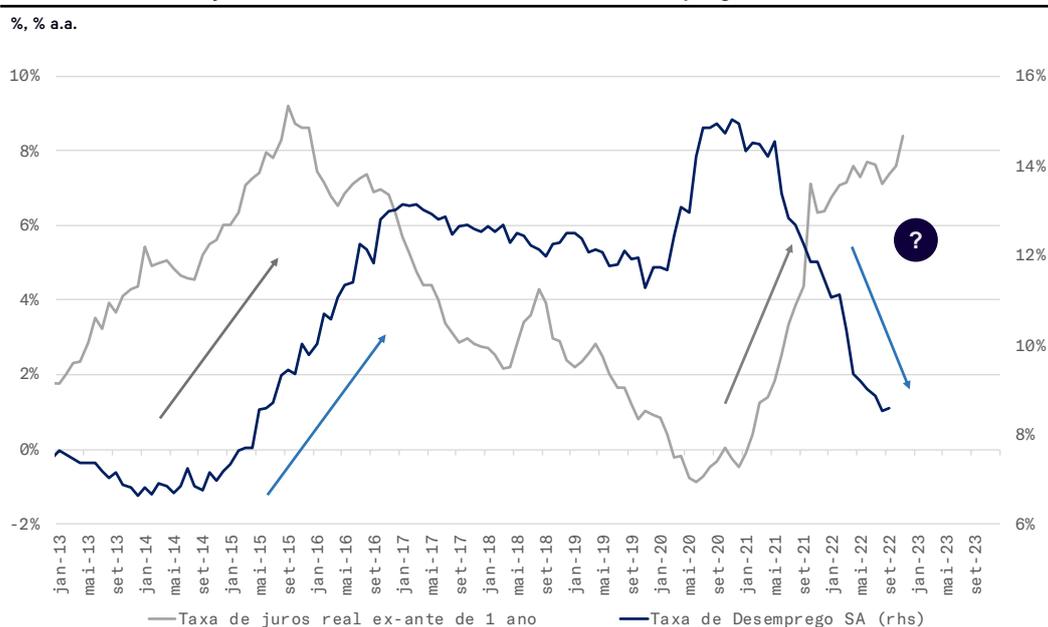
Gráfico 4: Projeção para inflação IPCA de serviços e ex-serviços



Como descrito em detalhes em nosso estudo divulgado em setembro⁴, percebemos ser grande o desafio do BCB para trazer a inflação de volta a meta.

Ainda que o BCB tenha se movimentado rapidamente e de forma agressiva no ciclo de alta de juros, o hiato do PIB segue em direção oposta ao esperado pelo aperto de política monetária. Depois de mais de 12 meses com taxas de juros reais ex ante de 1 ano acima de 6,0%, a taxa de desemprego segue caindo e o Caged produzindo ao redor de 200 mil novos empregos por mês.

Gráfico 5: Taxa de juros real ex-ante de 1 ano e taxa de desemprego



Fonte: Bloomberg, IBGE, Mar Asset Management

Nos parece pouco óbvio acreditar na convergência da inflação de serviços, que hoje segue ao redor de 8,5%, à meta no curto prazo, dado que o nível de ociosidade da economia continua diminuindo ao invés de estar aumentando.

4 [Taxa de juros no Brasil – primeira a subir, primeira a cair?](#) (estudo: Setembro, 2022)

E o esperado alívio na ociosidade não ocorrerá no médio prazo em nosso ver. Temos expectativa positiva para o PIB do ano que vem que será impulsionado pela demanda agregada. Seja através de expansão dos gastos das famílias via aumento de renda real, pelo aumento real do salário-mínimo, ganho para o funcionalismo e pela própria expansão de gastos do governo de maneira geral. Neste cenário, a inflação de serviços tende a se manter elevada.

Mercado como agente disciplinador?

Caso seja confirmada a escolha de um ministro da fazenda de perfil político, não haverá dentro do governo um defensor natural de uma política fiscal restrita. Ficará para o mercado financeiro, a função de “resguardar” a responsabilidade fiscal, estressando os preços de mercado a cada vez que o governo apresente decisões de políticas econômicas que coloquem o equilíbrio fiscal em risco.

Um ambiente que seria caracterizado por repetidas idas e vindas em temas fiscais e econômicos, gerando intensa volatilidade dos mercados. O resultado será preços de ativos com prêmios que remunerem essa volatilidade e risco.

Se tratando de um político experimentado como o Lula, nosso cenário central é que o governo retroceda em reação as sinalizações negativas dos mercados, porém, idas e vindas sempre carregam o risco de acidentes de percurso.

O principal acidente, seria uma deterioração da percepção das contas públicas, combinada com ambiente inflacionário, que ressuscite o debate sobre a dominância fiscal.

Dominância fiscal representa a incapacidade do uso de juros para o combate inflacionário, uma vez que o aumento dos juros a serem pagos sobre a dívida pública a tornam insustentável, desancorando as expectativas fiscais e inflacionárias ao mesmo tempo.

Produzindo cenário de extrema desconfiança e pessimismo com a política econômica, algo que vimos temporariamente, as vésperas do impeachment da presidente Dilma Rousseff em 2015.

O clássico antagonismo brasileiro entre fiscal frouxo e monetário apertado, agora sendo adotado pelo mundo desenvolvido ocidental.

Hoje enxergamos uma possível recessão global com taxas de juros ainda elevadas por conta da dificuldade para convergência da inflação à meta. O longo período com alto nível de inflação já produz certo tipo de contaminação de preços nas economias centrais.

A dinâmica prospectiva que vemos para Brasil, de aumento de gastos fiscais como resposta a desigualdade social ao mesmo tempo que o Banco Central aperta as condições monetárias, não será mais um arranjo tupiniquim. Na verdade, ela é parte de um fenômeno global de demanda por maior ativismo fiscal, que terá que ser compensada por políticas monetárias mais restritiva.

Combinando com movimento de desglobalização e ESG, antevemos um mundo com maior pressão inflacionária, compatível com as taxas de juros neutras globais estruturalmente mais elevadas.

Os temas “brasileiros” - juros altos, inflação alta e permanente, combinados com pressões adicionais de gastos fiscais - não serão mais exclusividade nossa.

Um cenário de aumento estrutural do custo do dinheiro internacional, com dificuldade no processo de desinflação global, combinado com cenário local recheado de transições e incertezas, formam um ambiente árido para nossa forma de encontrar boas oportunidades de investimento.

Paciência para enxergar o horizonte.

Toda a descrição do cenário feita nas últimas páginas nos leva de volta ao ponto inicial do texto. Nossa reflexão de fim de ano nos aponta para a importância da consciência sobre a dificuldade que enfrentaremos como alocadores de recursos em relação ao ambiente que nos espera.

A combinação dos conturbados cenários externo e interno nos leva a um nível de incerteza que não experimentamos em nosso portfólio desde a crise da pandemia.

Por conta da dificuldade na leitura de mercado, nos parece que teremos pouco conforto em ter riscos relevantes no portfólio nos próximos trimestres. Por isso antevemos ambiente de intenso estudo e atenção redobrada para entendermos a corrente que dominará a dinâmica de preços no futuro.

Foco, dedicação e ainda mais atenção, devem ser balanceados com uma boa dose de paciência, que será vital para navegarmos o próximo ano. Em ambientes de transição, que será nosso futuro de curto prazo, é de extrema importância a cautela e a paciência para não trocarmos os pés pelas mãos.

Em mares turbulentos onde o mar e o céu se confundem, a visão do horizonte fica borrada e a capacidade de enxergar as ondas marchando em direção à costa fica comprometida temporariamente.

Demandando do surfista paciência e cautela na escolha das ondas, até que o horizonte apareça novamente.

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