

**CARTA MARÇO**

8 março 2018

## **KEEP CALM AND CARRY ON<sup>1</sup>**

### **SUMÁRIO EXECUTIVO**

Inflação tem sido a grande questão na cabeça dos investidores desde o ano passado. Recuperação contínua e mercado de mão de obra apertado, aliados aos cortes nos impostos e expansão do orçamento, podem finalmente fazer a inflação disparar nos EUA e levar o FED a apertar a política monetária a um ritmo maior que o antecipado. Se uma mudança no regime está a caminho, a volatilidade será maior e os mercados ficarão mais vulneráveis a *sell-offs* temporários.

O crescimento tem sido abaixo dos padrões normais da história econômica norte-americana, e se esse crescimento de em torno de 2% tivesse ocorrido há alguns anos, o FED estaria aliviado – a preocupação nessa época era deflação, não inflação. Adicionalmente, não se prevê que em algum momento tome a forma de V tão pouco parece provável que os dados de inflação, por si só, mudem a política atual do FED. Há pressões inflacionárias e no mercado de trabalho, mas que devem permanecer contidas. Preços continuam fracos em alguns setores e os aumentos de salários não são generalizados. A inflação deve sair de condição ultrabaixa para normalmente baixa, o que não parece exatamente um problema.

O mini *crash* do início de fevereiro foi precipitado pelos dados de condições do mercado de trabalho norte-americano. O Ganho Médio Por Hora Trabalhada havia crescido ao ritmo mais forte desde junho de 2009. Historicamente, as conexões entre as mudanças no crescimento nominal dos salários e inflação de preços ao consumidor são tênues, mas os *traders* pensaram diferente e agiram. O súbito aumento da volatilidade gerou ataques especulativos sobre instrumentos que apostavam em (i) alta (contínua) das bolsas, (ii) segurança (suposta) dos *bonds*, e (iii) expectativa de extinção (permanente) da volatilidade.

Embora o que ocorreu possa ser caracterizado como um “acidente técnico”, a experiência revela que acidentes ocorrem quando instrumentos e/ou ambiente dos mercados não estão seguros. A volatilidade é parte normal do processo de investimento que pode ser disparado por vários

---

<sup>1</sup> *Keep Calm and Carry On* foi um pôster motivacional produzido pelo governo britânico em 1939 no início da Segunda Guerra Mundial. O pôster foi destinado a ser distribuído de forma a reforçar o moral do público britânico, ameaçado por ataques aéreos em massa nas cidades principais.  
Fonte: Wikipedia



INVESTIMENTOS

eventos. Investidores não deveriam se surpreender quando ela surge. O incidente causou mudança na

rua hungria 1240 5º andar  
tel +5511 3010.3234 cep 01455-00  
são paulo sp brasil  
[www.garinvestimentos.com.br](http://www.garinvestimentos.com.br)

psicologia do investidor, provavelmente não o suficiente para deter o *bull market*, mas note que o *yield* de 10 anos subiu significativamente para (e permanece em) 2,9% de ~2,4% no início do ano, enquanto o VIX continua acima dos níveis que esteve nos últimos dois anos.

Investidores podem ser compensados ao tomar risco em 2018, mas com recompensa menor. *Keep calm and carry on*, mas fique atento.

Em seu *debut* junto aos mercados, Jeremy Powell demonstrou que dará continuidade ao trabalho de Janet Yellen. Refutou quaisquer mudanças no regime da meta de inflação de 2% e minimizou um recente estudo que argumenta que as compras de títulos pelo FED foram menos efetivas que anteriormente previstas. O FED, sobre nova direção, parece nem de longe ter abandonado o *quantitative easing* (QE).

Mas após sua apresentação, os mercados passaram a atribuir chances maiores para quatro aumentos neste ano. De fato, Powell não parece ser um “pombo” natural como sua antecessora. E, por não ser acadêmico, investidores imaginam que ele tende a ser menos intimidado pelas projeções de mercado e coloque antecipadamente um fim a qualquer contrassenso dos mercados, mesmo que isso cause queda nas bolsas.

As preocupações com a inflação norte-americana aumentaram com estímulos adicionais à economia - cortes nos impostos e expansão do orçamento. Mas ao olhar para o Core PCE Deflator, o indicador favorito do FED, a inflação parece contida e não deve apresentar surpresas para cima. Há basicamente três razões para isso:

A primeira é a perspectiva de aumento da produtividade. Esta questão tem recebido pouca atenção, principalmente porque a produtividade tem estado muito baixa desde a crise financeira. A produtividade da mão de obra é chave para o crescimento e melhora no padrão de vida, e a manutenção da inflação em níveis baixos. A performance ruim da produtividade pode ser parcialmente atribuída ao fato de que as empresas, após a grande recessão, preferiram expandir via força de trabalho e não através de gastos de capital. Mais recentemente, com a confiança maior, empresas voltaram a investir em máquinas e equipamentos. Avanços na tecnologia, cujos benefícios ainda não se materializaram em grande escala, também deverão contribuir positivamente para o aumento da produtividade;

A segunda é a estabilidade nos salários e dos preços nos últimos anos. Não se espera que nem salários, nem preços acelerem de forma repentina, pois expectativas inflacionárias têm sido firmemente ancoradas para baixo. Adicionalmente, salários maiores não significam preços maiores;

E a terceira é a demografia. O mundo tem ficado mais velho e pensionistas não tendem a ser grandes consumidores. Alguns analistas argumentam que à medida que os pensionistas envelhecem, passam a sacar suas poupanças, o que reverteria a pressão baixista sobre a inflação no longo prazo. Entretanto, recente estudo do Bank of Japan refuta essa preocupação, pois (a) as próximas mudanças demográficas serão mais moderadas que aquelas que ocorreram há 50 anos, e (b) o crescimento permanente da longevidade, por consequência, torna permanente a mudança no comportamento da poupança e, portanto, da taxa de juros.

No Brasil, o adiamento da votação da Reforma da Previdência para 2019 foi o destaque econômico das últimas semanas. As expectativas eram de aprovação, tanto que no início do ano CDS, juros futuros e dólar caíram e a bolsa subiu. Mas o mercado ignorou totalmente a derrota do Governo Federal no *front* fiscal – o rebaixamento da agência de classificação de risco Fitch não moveu os mercados para baixo. Com relação à política monetária, a desaceleração da atividade e surpresas para baixo com a inflação, exceto se houver sobressaltos no cenário externo, abrem espaço para mais um corte na reunião de março e reduziram as expectativas de aumentos no final deste ano e em 2019.

O destaque político foi a intervenção militar, por questões de segurança pública, do Governo Federal no Rio de Janeiro. Coincidentemente ou não, a intervenção foi decretada às vésperas da data anunciada para a votação da Reforma da Previdência para a qual o Governo Federal não havia conseguido votos suficientes para aprovação. Segundo a Constituição, intervenções federais suspendem quaisquer votações de emendas constitucionais.

Novidades na corrida presidencial incluem a desistência oficial de Luciano Huck, considerado uma das alternativas de centro, e a condenação de Lula pelo TRF mais a recente negativa do seu pedido de habeas corpus pelo STJ, que praticamente inviabiliza sua candidatura. As eleições permanecem largamente abertas. Os maiores partidos encontram dificuldades: o virtual candidato dos tucanos Alckmin não decola, a situação de Lula enfraquece o PT, e o MDB enfrenta o sentimento desfavorável dos eleitores em relação ao governo Temer. Por ora, as chances de



G A R Í N

INVESTIMENTOS

fragmentação permanecem grandes – com a passagem de dois candidatos ao segundo turno com baixa votação. Apesar da grande atenção dos mercados, as pesquisas de intenção de votos se tornarão mais relevantes somente a partir abril, após o termino do prazo de desincompatibilização.

rua hungria 1240 5º andar  
tel +5511 3010.3234 cep 01455-00  
são paulo sp brasil  
[www.garinvestimentos.com.br](http://www.garinvestimentos.com.br)