

ULTRA-MAR
CAPITAL MANAGEMENT

— CARTA MACRO II: O Vôo do Falcão e o Vôo da Galinha —
JULHO 2023

As inflações global e brasileira não apenas caíram nos 4 meses desde nossa última carta¹, mas caíram bem mais que o consenso esperava, o que em nossa visão, fez o pêndulo exagerar na direção oposta. É como se pudéssemos pular não apenas degraus, mas verdadeiros lances de escada, parecendo então que um processo inflacionário possa ser “resolvido” num salto direto dos juros para os preços, sem passar pela cadeia de causalidade econômica, também conhecido como emprego, crédito, atividade. A pergunta mais relevante fica sendo então por que a inflação caiu, e dessa indagação decorre naturalmente que uma vez aceitos determinados motivos, faz sentido ou não supor que os mesmos se manterão válidos.

A inflação não é um processo monotônico, mas vem em ondas. Fases de aceleração da inflação são intercaladas por períodos desinflacionários pois o sistema econômico requer tempo para se rearranjar e realocar recursos. Aqui é importante notar o impacto da guerra da Ucrânia: claramente o mercado exagerou o efeito dela em preços de determinadas commodities como grãos e energia, tanto que após um pico em meados de 2022 temos basicamente um ano de queda de preços. É razoável supor que o mercado errou o *timing* ou que as sanções inéditas impostas geraram um *overshoot*, porém não errou a causalidade, uma vez que os eventos que embasaram os “inflacionistas” estão todos ocorrendo, porém com dinâmica distinta e bem mais alongada que o exagero de fevereiro e março de 2022. Rússia e Arábia Saudita anunciaram cortes unilaterais de produção de petróleo e o acordo que permitia saída do grão ucraniano pelo Mar Negro prescreveu por motivos que fogem ao escopo da carta em sua origem, mas não na natureza, claramente inflacionária.

Na esfera climática, o ano de 2023 é *sui generis*: aquecimento contínuo do Atlântico Norte, persistência de temperaturas acima da média no Pacífico Equatorial (“super El Niño”) e a surpreendente redução da cobertura de gelo na Antártida² são alguns exemplos. Normalidade climática é algo que claramente não descreve o ano, ainda que eventos diversos na economia, política ou geopolítica tendam a obscurecer isso. Ora, o debate sobre causas das mudanças climáticas é amplo e diverso e em alguns casos polarizado politicamente. Mas não há como fugir das consequências: essas são claramente inflacionárias. No ciclo 2022/2023 uma grande surpresa positiva para o mundo foi que o Brasil colheu supersafras que compensaram o desastre na safra argentina e a fraca colheita na Ucrânia e ainda tivemos um bom acordo geopolítico para o transporte de grãos no Mar Negro. Essas supersafras tornaram os prêmios do grão brasileiro negativos (soja e milho abaixo da paridade com Chicago, como se houvesse um PPI nos grãos). O que ocorre com os IGPs se o prêmio zerar seja porque exportamos o excesso seja porque problemas em outros lugares aumentaram a necessidade pelo grão brasileiro?

O leitor mais atento poderia citar aqui a palavra “crédito” e se perguntar se por este canal temos ou não motivo para corte de juros. De fato, um evento de crédito ocorreu no Brasil através das

¹ [Carta Macro I da Ultra-Mar Capital, “Tosa de Porco”](#)

² São muitas fontes para um processo que vem desde o início de 2023, mas para fins da carta atual serve (<http://nsidc.org/arcticseaicenews/2023/07/>)

Americanas SA logo no princípio de janeiro e nos EUA com SVB. Mas faz sentido dizer que Brasil e EUA seguem sob crise de crédito? Não seguem. A teoria econômica “canônica” fala em taxa de juros impactando emprego e atividade e através destes canais, preços. Não há como pular essa etapa e saltar direto dos juros para os preços, sobretudo se o mercado de trabalho seja no Brasil seja nos EUA continua aquecido ou estável. Não há sinal algum de reversão e alta do desemprego (*The Great resignation is over*)³.

Uma crítica razoável e respeitável é que uma variável discricionária como a “meta de inflação” não pode exigir por capricho da ortodoxia econômica que o desemprego suba. Se há uma variável inegociável em economia e política, essa é o desemprego, cujo custo social todos conhecemos bem. Porém, o problema, conforme citado na carta anterior, é que a meta de inflação do Brasil foi colocada num patamar descolado do nosso histórico, ou resumidamente: a taxa de sacrifício proposta é incompatível com a sociedade. Em março supúnhamos que essa meta seria revista para cima, mas não foi o que ocorreu. Cortar juros hoje, com a meta em 3,0%, equivale a uma revisão “informal” da meta para algo em torno de 4,0% ou acima, muito pior do que formalmente reconhecer uma meta em 4,0% ou mesmo 4,5%, este último o patamar mais coerente com a história do Brasil pós hiperinflação e câmbio fixo.

Se instalou um processo desinflacionário no Brasil e boa parte do Ocidente por motivos conjunturais, enquanto mercado de trabalho aquecido permite inflação de salários (e núcleos) muito acima da meta em quase todo lugar. Este problema é agravado no Brasil porque o país se amarrou a uma meta de inflação incompatível com seu arranjo econômico, num ponto de inflexão em que o mundo quase todo muda para um patamar de inflação maior. Pior ainda: os tais fatores conjunturais desinflacionários tornar-se-ão quase todos inflacionários agora em meados do ano, e o efeito-base começa a ser também inflacionário talvez até 2.024 sobretudo nos preços do atacado, sendo que estes sempre se movem antes do varejo.

Se a meta de inflação é 3,0% o espaço para queda de juros, se houver, é muito mais limitado que o mercado precifica. Neste caso, um verdadeiro crescimento do PIB vai ser também limitado pela taxa de juros mais elevada, reflexo esta da meta irreal de IPCA. Nos últimos 40 anos o crescimento do PIB brasileiro foi descrito inúmeras vezes como “vôo de galinha” pois nunca adotou políticas que busquem crescimento de PIB potencial que devem ser calcadas em ganho de produtividade (tecnologia & educação), escala, abertura econômica (relevância na corrente de comércio) e baixo custo de energia e sim políticas focadas em surto de crescimento de curto prazo, muitas vezes via corte de juros que nada mais geram má alocação do estoque de capital do país e especulação. Pelo motivo que fosse, pós 1980, tais políticas equivocadas produziram ou déficit em conta corrente, ou disparada inflacionária, ou populismo ou alguma combinação dos 3. Dessa vez o Brasil se amarrou a mais um vôo de galinha no PIB, curiosamente, por ter desejado voar como falcão na meta de inflação utópica de país desenvolvido.



³ O NYT cobriu o fenômeno bem, tanto em texto (<https://www.nytimes.com/2023/07/12/podcasts/the-daily/great-resignation.html>) como no podcast