

CARTA DO GESTOR

set-out-nov 2022

Nuno Sampaio



Caro investidor,

Muitos jovens me perguntam quais assuntos devem estudar para entrar, se desenvolver e ter sucesso no mercado financeiro. Finanças, Economia, Programação, Contabilidade. Minha resposta é que nenhum deles irá conferir o que considero ser a principal habilidade para tomar decisões de investimentos: **curiosidade**.

Sempre fui muito curioso. Suspeito que talvez seja por isso que também valorizo esse traço em outras pessoas. Gosto de navegar por diferentes assuntos, com o objetivo de captar, ao máximo, conhecimentos sobre como o mundo funciona. A partir da curiosidade, é possível aprender assuntos tão complexos quanto cópulas ou modelos de equilíbrio geral, basta ter motivação para mergulhar profundamente. Ouso dizer que, além do conhecimento técnico, em uma carreira no mercado financeiro, o que realmente conta é a vontade de aprender o que será importante no futuro.

Existe uma diferença entre explicar como as variáveis econômicas se relacionam, suas relações causais, e fazer boas projeções dessas variáveis. Percebo que o mercado foi moldado para se interessar mais por projetar cenários do que analisá-los. Como gestor, entretanto, valorizo o interesse em realmente entender o processo econômico. É mais importante compreender os porquês de uma situação passada e, assim, fazer conexões produtivas com o presente. Saber o valor numérico de variáveis econômicas alguns anos à frente é extremamente incerto e depende de hipóteses para as quais não temos bola de cristal.

Por isso, aprendi a valorizar os fatos e, a partir deles, me dedicar a fazer análises: o que aconteceu, o que gerou certos comportamentos, quais foram os componentes que influenciaram o valor de determinada variável econômica. É assim que tomo minhas decisões de investimentos. Quero mostrar para você, investidor, como uso minha curiosidade para analisar os fatos.

Parece óbvio, mas não é

Tenho um amigo que trabalha em uma das maiores empresas do setor de alimentos e bebidas do mundo. Em uma das nossas conversas, ele comentou que, para bater a meta anual de venda de iogurtes, importava pouco aumentar as vendas nos estabelecimentos dos bairros de classe alta. Na realidade, o que fazia diferença era se o iogurte estava entrando no carrinho de compras das famílias das classes média e baixa.

As classes A e B representam 16% da população brasileira.¹ Além disso, já são naturalmente consumidoras de iogurte, um item considerado supérfluo e que não está na cesta básica das famílias mais pobres. Dificilmente quem já compra iogurte regularmente irá dobrar o seu consumo. Mas, se uma pequena parcela dos 84% da população que não consome o produto regularmente passar a fazê-lo, o impacto será enorme. Traçando um paralelo com a inflação, é possível identificar a

pressão sobre os preços quando há mudança no comportamento das classes mais baixas. Isso acontece porque indivíduos com menor renda têm maior propensão a consumir^{2,3}, pois têm uma demanda reprimida pelo orçamento, que está aquém de seu potencial de consumo. Ou seja, quando existe aumento na renda disponível para as classes C, D e E, geralmente, há crescimento na demanda por bens e serviços. Já entre as famílias mais ricas, quando há maior disponibilidade de dinheiro, existe uma tendência relativamente maior a poupar e menor a consumir.

Nesta carta, vou explorar três casos de variação de renda durante recessões econômicas nos Estados Unidos. Também vou contar o que aconteceu com a inflação em cada um deles. Analisando o passado, consegui ter uma visão mais clara do que está acontecendo com o comportamento econômico atual – uma clareza que considero crucial para qualquer decisão de investimento.

Analisando o passado, consegui ter uma visão mais clara do que está acontecendo com o comportamento econômico atual – uma clareza que considero crucial para qualquer decisão de investimento.

1. <https://www.infomoney.com.br/minhas-financas/classes-d-e-e-continuarao-a-ser-mais-da-metade-da-populacao-ate-2024-projeta-consultoria/>
 2. Household Expenditure and the Income Tax Rebates of 2001 <<https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/aer.96.5.1589>>
 3. The Marginal Propensity to Consume in Heterogeneous Agent Models <<https://www.nber.org/papers/w30013>>

Estimular para recuperar

Em recessões econômicas, é papel das autoridades dar estímulo – monetário ou fiscal – à economia, de modo a reduzir a magnitude das flutuações econômicas. O principal efeito macroeconômico dos estímulos é o aquecimento da economia, para que a demanda por bens e serviços se recupere.

No passado mais recente, durante a pandemia de Covid-19, vimos governos ao redor do mundo implementarem políticas de transferência de renda para aliviar a crise econômica para as camadas mais baixas da população (e as mais afetadas pelos efeitos da crise sanitária). Apesar do uso em magnitude inédita, pacotes de estímulos, monetário ou fiscal, não são novidade.

Em 2001, os Estados Unidos passaram por uma recessão econômica, iniciada em março, antes do atentado às Torres Gêmeas, em setembro. De acordo com o *National Bureau of Economic Research*, naquele ano, os Estados Unidos estavam começando uma recessão após dez anos de franca

expansão econômica. Os efeitos do recrudescimento eram sentidos de diferentes formas: elevação da taxa de desemprego, queda dos investimentos e de exportações, encolhimento da produção industrial.

Durante o ano de 2001, o *Federal Reserve* (Fed), banco central norte-americano, anunciou sucessivos cortes na taxa básica de juros (onze, no total) para conter o aprofundamento da recessão econômica. No início do ano, os juros estavam em 6,5%. Em dezembro, ao final da recessão, a taxa já havia caído para 1,75% (até o final de junho de 2003, os juros ainda seriam reduzidos a 1,0%).

No primeiro mandato do presidente George W. Bush, em junho de 2001, o Congresso norte-americano aprovou o *Economic Growth and Tax Relief Reconciliation Act* (EGTRA), uma lei cujo objetivo era reduzir a carga tributária, aplicando deduções retroativas para todo ganho recebido desde o início daquele ano. Por exemplo, a alíquota mais baixa do Imposto de Renda, de 15%, foi reduzida para

Em recessões econômicas, é papel das autoridades dar estímulo – monetário ou fiscal – à economia, de modo a reduzir a magnitude das flutuações econômicas.

Estimular para recuperar

10%. Essa medida governamental, que diminuiu impostos de diferentes naturezas – não só de renda, mas também de doação e educação –, no total, teve um impacto estimado, entre diminuição de arrecadação e aumento de despesas, de 386 bilhões de dólares nos cinco anos subsequentes⁴, ou aproximadamente 0,7% do PIB do período.

A expectativa era que, aliado ao estímulo fiscal, o corte de juros

incentivasse a população a consumir bens e serviços, em detrimento a poupar. Mesmo assim, o que se observou foi uma queda da inflação no período subsequente, com o núcleo da inflação chegando próximo a 1% no fim de 2003, como mostra o gráfico abaixo:

Possivelmente, no cenário alternativo em que os estímulos não tivessem acontecido, a inflação teria sido ainda mais baixa.

Possivelmente,
no **cenário alternativo**
em que os **estímulos não tivessem acontecido**, a **inflação teria sido ainda mais baixa.**

Core CPI

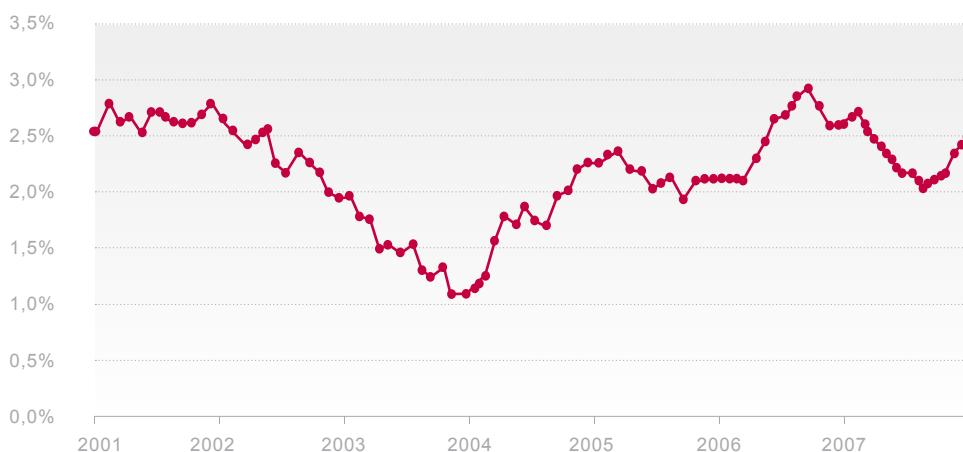


Gráfico 1 – Inflação nos Estados Unidos⁵

4. H.R. 1836 Economic Growth and Tax Relief Reconciliation Act of 2001. Disponível em: <<https://www.cbo.gov/sites/default/files/107th-congress-2001-2002/costestimate/hr1836omb0.pdf>>.

5. U.S. Bureau of Labor Statistics

Quebra de expectativa

Durante a grande crise financeira, que teve início ainda no final da administração do governo Bush, em 2008, foi realizado o maior estímulo econômico já registrado nos livros de história até então. Além de cortar os juros para zero – que estavam em 5,25% no início de setembro de 2007 –, o *Fed* implementou medidas não convencionais para estabilizar a economia, como comprar ativos em larga escala (*quantitative easing*), com uma expansão de seu balanço acima de 3 trilhões de dólares ao longo dos anos subsequentes e *forward guidance* – uma indicação de que a taxa de juros permaneceria baixa por um bom tempo. Tais medidas visavam turbinar ainda mais o estímulo monetário.

Além disso, o Congresso aprovou o *Economic Stimulus Act*, em 2008, e o *American Recovery*

and Reinvestment Act, em 2009. Ambas as leis previam a redução de impostos para contribuintes com baixa ou média renda, além de incentivos fiscais para encorajar investimentos empresariais, entre outras iniciativas para debelar a recessão. O valor total dos dois pacotes⁶ foi estimado em 895 bilhões de dólares nos cinco anos subsequentes (2008 a 2012)⁷, ou aproximadamente 1,2% do PIB do período.

De novo, observamos que, apesar de os estímulos terem sido substancialmente maiores do que em 2001 e considerando que o *Fed* lançou mão de outros mecanismos não-convencionais para estabilizar a economia, a inflação não aumentou e chegou a valores abaixo de 1% para o núcleo no final de 2010. Como vemos no gráfico abaixo:

Durante a grande crise financeira, foi realizado o maior estímulo econômico já registrado nos livros de história até então

6. Em 2010, outro estímulo fiscal foi implementado, porém não está incluído nesta análise em função dos efeitos defasados.
7. Congressional Budget Office <www.cbo.gov>

Quebra de expectativa

Mais uma vez, não obstante a grande quantidade de estímulos, a inflação permaneceu baixa. Naturalmente, existem inúmeros outros fatores que contribuíram para que a inflação não subisse nos dois períodos abordados. Além disso, há diferenças

estruturais entre as medidas monetárias e fiscais de ambos os períodos que devem ser consideradas, como o tamanho e a duração de cada recessão, o ambiente global em que a economia dos Estados Unidos estava inserida, entre outros.

Mais uma vez, não obstante a grande quantidade de estímulos, a inflação permaneceu baixa.

Core CPI

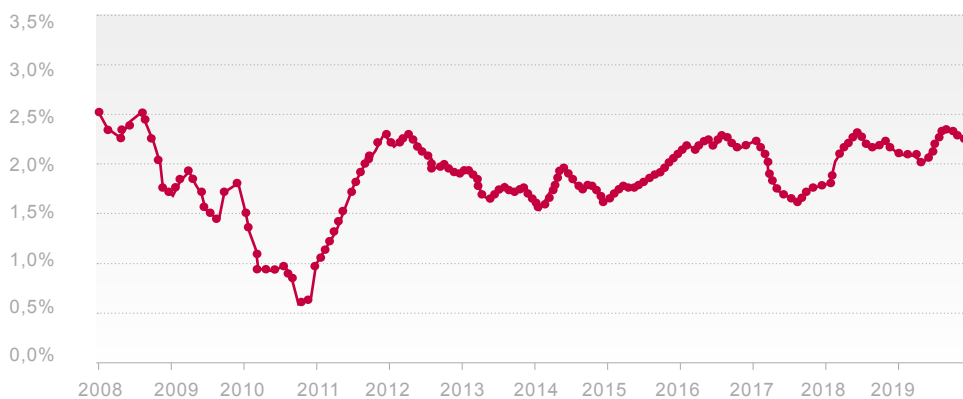


Gráfico 2 – Inflação nos Estados Unidos⁸

8. U.S. Bureau of Labor Statistics

Uma tendência pra ficar?

Mais de uma década depois, a maior expansão econômica dos Estados Unidos teve um fim abrupto, devido à pandemia causada pela Covid-19. Assim como nas crises anteriores, o Fed também adotou medidas de estímulo monetário. O banco central norte-americano cortou as taxas de juros para zero, vindo de um nível de 1,75% no início de 2020, além de ter implementado uma política de *quantitative easing*, com seu balanço expandindo em mais de 4 trilhões de dólares.

Do lado fiscal, foram aprovados uma série de pacotes, com destaque para o *Cares Act*, o *Consolidated Appropriations Act* e o *American Rescue Plan Act*. O tamanho consolidado dos estímulos citados foi estimado em pouco mais de 4 trilhões de dólares para os cinco anos subsequentes (de 2020 a 2024), ou aproximadamente 3,7% do PIB estimado para o período. Considerando que a extensão

da crise era ainda maior e mais abrangente do que nos outros anos, afetando de saúde à educação, os pacotes foram também amplos. As leis previam, por exemplo, pagamento direto de 1.400 dólares para indivíduos de menor renda e extensão dos benefícios de seguro-desemprego, entre outros. O alívio econômico foi predominantemente voltado para os americanos de baixa renda e classe média, que se beneficiaram, especialmente, dos pagamentos diretos.

Em 2001, 2008 e 2021, os cidadãos norte-americanos foram expostos a uma grande quantidade de estímulos monetário e fiscal, entretanto, com algumas diferenças. Os programas de estímulo monetário, principalmente o componente de compra de ativos (*quantitative easing*), tendem a impactar quem detêm os ativos comprados pelo banco central. De maneira geral, pessoas com baixa propensão marginal ao consumo.

Mais de uma década depois, a maior expansão econômica dos Estados Unidos teve um fim abrupto, devido à pandemia causada pela Covid-19.

Uma tendência pra ficar?

Do lado fiscal, uma importante diferença que vimos na crise do coronavírus foi o pagamento de uma quantia mensal definida (1.400 dólares) a milhões de americanos, inicialmente, com renda anual inferior a 75 mil dólares, no caso de solteiros, e 150 mil dólares para casais. Desta vez, diferente de 2001 e de 2008, a inflação subiu, conforme mostra o gráfico 3:

Tenho notado cada vez mais que há um entendimento da eficácia de pacotes de estímulo econômico que preveem transferência direta de renda à população – especificamente às classes mais baixas. Nos Estados Unidos, 2021 foi um exemplo de que dinheiro no bolso gera demanda e portanto a inflação.

Nos Estados Unidos, 2021 foi um exemplo de que dinheiro no bolso gera demanda e portanto a inflação.

Core CPI

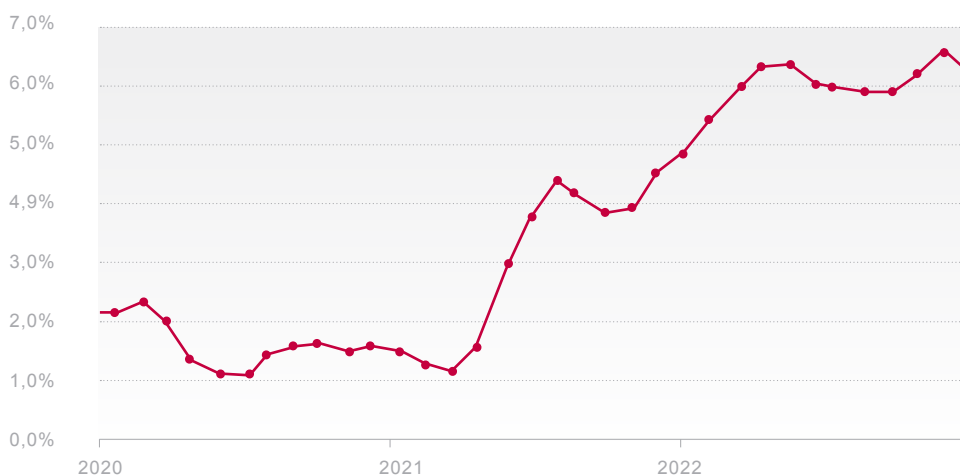


Gráfico 3 – Inflação nos Estados Unidos⁹

9. U.S. Bureau of Labor Statistics

Uma tendência pra ficar?

Para ilustrar esse ponto, o gráfico 4 mostra o aumento da renda do cidadão mediano norte-americano (classe C) nos períodos que compreendem as crises que mencionei acima: 2001, 2008 e 2021.

Podemos observar que o crescimento da renda dessa parcela da população, representado pelas

barras cinzas, foi parecido nos ciclos de expansão econômica de 2001 a 2007 e também de 2009 a 2019. A inflação desse período, representada pela linha vermelha, também se manteve parecida. Já entre 2021 e 2022, o aumento da renda da classe C norte-americana é maior em relação aos outros ciclos, assim como a inflação, que cresceu significativamente.

Entre 2021 e 2022, o aumento da renda da classe C norte-americana é maior em relação aos outros ciclos, assim como a inflação.

Renda mediana e núcleo de inflação

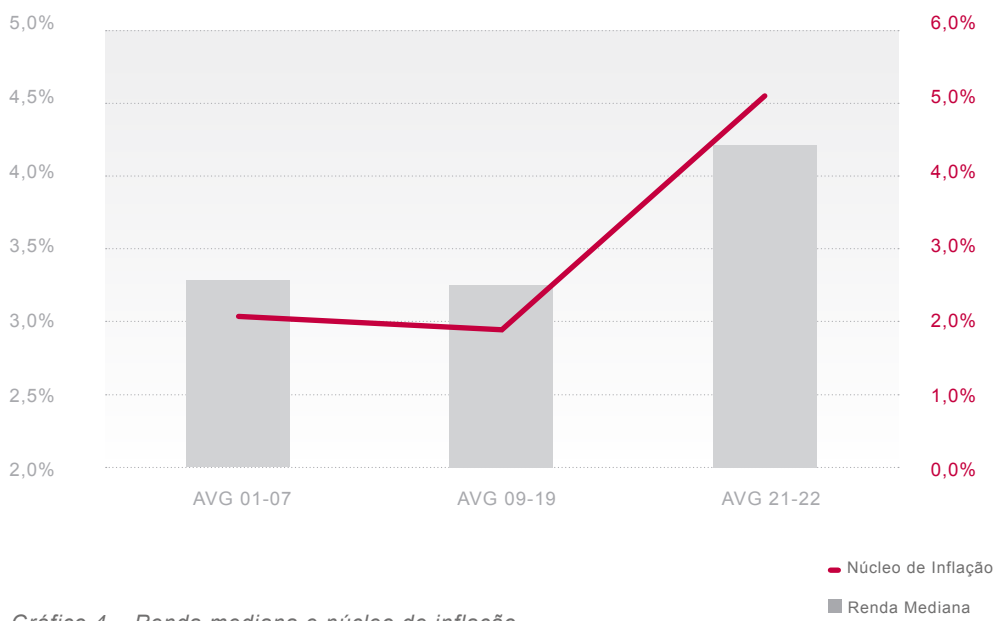


Gráfico 4 – Renda mediana e núcleo de inflação

Uma tendência pra ficar?

Os estímulos fiscais e monetários de 2001 e 2008 não promoveram aumento substancial de renda entre as famílias de classes médias e baixas da população. Em 2021, entretanto, além de o estímulo ter sido mais volumoso do que nos outros anos, a distribuição de uma quantia mensal aos cidadãos, usando como critério sua renda anual, garantiu que o dinheiro chegasse a mais pessoas desassistidas.

Uma série de fatores vai determinar se a inflação vai subir ou não. Entretanto, sem uma transferência de valores que realmente alcance uma parcela significativa da população, a inflação pode não subir como esperado. De todo modo, a forma

como os estímulos são concebidos, bem como seu alvo, parece-me chave para analisar a inflação. Hoje, acredito que, caso os pacotes de transferência de renda persistam, dando suporte ao consumo das classes de menor poder aquisitivo, é possível que a queda da inflação aconteça de forma menos intensa.

A curiosidade para entender como o mundo funciona, mesmo quando olhamos para o passado, pode trazer percepções relevantes para o ambiente atual. E é o que encorajo todos a fazer. Prever o futuro não é nada fácil. Entender o presente pode ser bem mais valioso para tomar as melhores decisões de investimento à frente. ■

Nuno Sampaio

A curiosidade para entender como o mundo funciona, mesmo quando olhamos para o passado, pode trazer percepções relevantes para o ambiente atual



 **kapitalo**
investimentos