

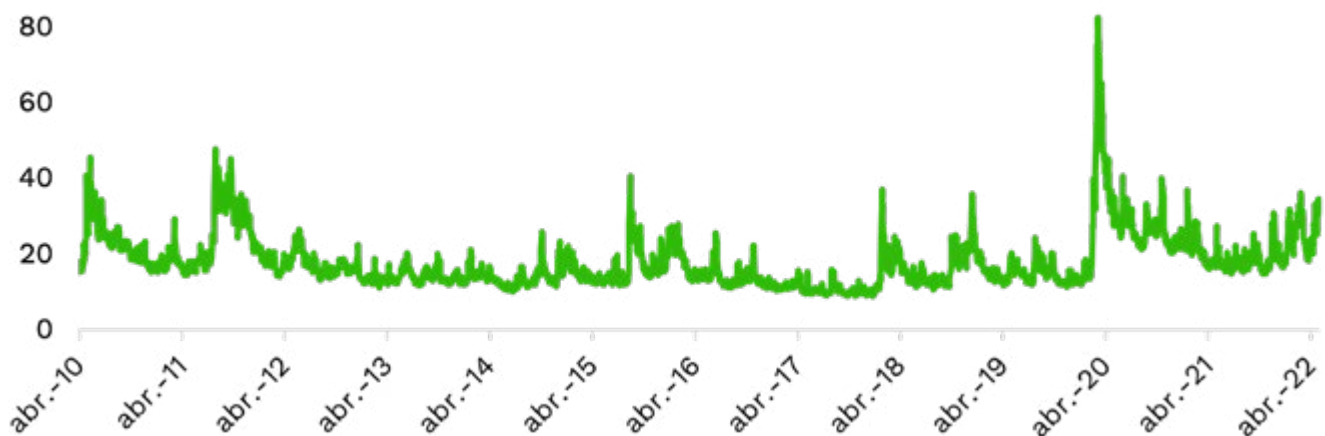
Relatório de Gestão

Carta Macroeconômica

Pouso suave com estabilidade de preços? Estagflação?

A grande volatilidade nos mercados financeiros globais tem sido uma constante desde meados de 2021. Utilizando como barômetro para o risco global o índice de volatilidade das ações americanas (VIX), observamos uma clara mudança de comportamento desde setembro: os picos e os vales de volatilidade foram crescentes e maiores, e o intervalo entre as máximas e mínimas em cada mês também foram crescentes.

Índice VIX (2010–2020)



Fonte: JGP

Esta maior percepção de risco reflete as rápidas mudanças de cenário que ocorreram nos últimos trimestres. Em meados de 2021, a discussão global havia passado de refração para desaceleração: era a tese do “*peak everything*”, onde a inflação havia passado do pico, o crescimento havia atingido o pico, a expansão fiscal passado do pico, a expansão monetária passado do pico, etc. ... foi um período de queda nas bolsas globais, mas acompanhado por queda de juros. Casos de Covid, desaceleração econômica mais forte na China e o início gradual da retirada dos estímulos por parte dos principais bancos centrais estavam por trás do medo de desaceleração. Na época, destacamos que a preocupação estava fora de lugar, que o tema deveria voltar para “refração”.¹

Em outubro de 2021 houve forte abertura de taxas de juros nos países desenvolvidos, na esteira dos aumentos de juros observados nos países emergentes. Esse movimento resultou da surpresa

¹“De refração para desaceleração?”, [Relatório de Gestão JGP – junho 2021](#).

nos índices de inflação e nos núcleos de inflação, tanto em países emergentes, quanto em desenvolvidos. Mas foi também fomentado pela gradual mudança de discurso dos principais bancos centrais: o Banco da Inglaterra, mencionou que “teria que agir para conter a pressão inflacionária”²; o Banco Central do Canadá encerrou o QE (*Quantitative Easing*) antes do esperado e sinalizou aumento de juros mais cedo do que o antecipado; o Banco Central da Austrália, sem nenhum aviso prévio, parou de defender a meta³ de 0,1% na parte curta da curva e confirmou o fim da intervenção, afirmando que poderia subir os juros em 2023 (!) – antes do previsto. O mercado passou a questionar a credibilidade do *forward guidance* e as taxas de juros subiram também nos Estados Unidos, apesar de não ter havido mudança de comunicação por parte do Federal Reserve. Na ocasião, o mercado antecipou a primeira alta de juros de 2023 para meados de 2022. Estas mudanças ocorreram em meio à incerteza sobre Covid, que estava aumentando na Europa e China, problemas no setor imobiliário na China, mudanças regulatórias e mudança em direção à ‘prosperidade comum’. Havia questionamentos se o aumento no preço de energia poderia afetar confiança e renda, contendo o crescimento global. Apesar dos riscos, o cenário mais provável permanecia sendo a continuação do tema ‘reflação’⁴, embora a menção ao cenário de estagflação já estivesse sendo colocada como um risco naquele momento.

Ao fim de 2021 ficou evidente até para o Federal Reserve que a trajetória de inflação era preocupante. “Fatores pressionando a inflação para cima permanecerão no próximo ano”⁵ e “creio que devemos abandonar a classificação da inflação como transitória”, mencionou Powell⁶. O primeiro aumento de juros passou a ser antecipado para março de 2022, mas a expectativa na época era taxa de juros base em 0,8% ao fim de 2022 e 1,4% ao fim de 2023. A percepção do problema de inflação era clara, mas a magnitude do problema e o grau de aperto de política monetária necessário ainda estavam bem aquém do esperado, meros quatro meses adiante.

No início deste ano, a invasão da Ucrânia pela Rússia embaralhou ainda mais o cenário. Preços de *commodities* dispararam. Petróleo aumentou mais de 45%, gás natural mais de 100%, trigo mais de 40%, entre outros. Além do elevado custo humanitário da guerra, as sanções financeiras e econômicas impostas à Rússia agravaram ainda mais o choque de oferta que, em conjunto com as restrições à mobilidade na China por conta dos casos de Covid, têm aumentado a pressão inflacionária e a volatilidade, com elevado custo econômico global.

O presidente do Federal Reserve, Jerome Powell, fez um discurso duro em resposta ao aumento das pressões inflacionárias, destacando: “A inflação está muito alta e entendemos a dificuldade

² Andrew Bailey, em uma conferência no G30, em 16 de outubro. [Bank of England chief warns it ‘will have to act’ to curb inflation | Financial Times \(ft.com\)](#)

³ “O RBA havia prometido limitar em 0,1% a taxa de juros dos títulos vencendo em abril de 2024, o chamado yield curve control.

⁴ “Descontrole de inflação ou problemas de comunicação?”, Relatório de Gestão JGP – outubro 2021.

⁵ Presidente Jerome H. Powell em testemunho ao Senado, “[Coronavirus and CARES Act](#)”, 30 de novembro

⁶ “A guinada do Federal Reserve”, [Relatório de Gestão JGP – dezembro 2021](#).

⁷ “[FOMC Press Conference](#)”, 4 de maio de 2022

⁸ “I would say I think we have a good chance to have a soft or softish landing or outcome...”, Jerome Powell.

que está causando, e estamos nos movendo rapidamente para trazê-la de volta à meta. Temos as ferramentas e a determinação necessárias para restaurar a estabilidade de preços. A economia e o país passaram por muita coisa nos últimos dois anos e se mostraram resilientes. É essencial que reduzamos a inflação, se quisermos ter um período sustentado de fortes condições de mercado de trabalho que beneficiem todos”⁷.

O discurso duro do Fed para estabelecer credibilidade no combate à inflação, entretanto, perdeu um pouco de efeito quando Powell deixou transparecer que o Fed não parece ainda muito disposto a elevar juros acima do neutro (entre 2% e 3%) e aposta em um cenário de “pouso suave”⁸, citando que ‘há um caminho plausível’ para ter menos inflação, menos crescimento de salários, sem que a economia tenha que desacelerar e o desemprego subir.

Ao longo da maior parte do ano passado, a despeito das mudanças de humor dos mercados globais, o cenário de reflexão sempre nos pareceu o mais provável. Mas a dinâmica de inflação parece ter mudado, com os aumentos de preços transbordando de bens para serviços. É provável que a inflação acomode-se em um patamar inferior ao observado nos últimos meses, mas também é provável que esse patamar esteja bem acima do objetivo de inflação do Banco Central.

Ao ser questionado sobre a probabilidade de o Banco Central conseguir um pouso suave com estabilidade de preços Powell respondeu: “nosso trabalho não é avaliar as possibilidades [do caminho], é tentar alcançá-lo. Então é isso que estamos fazendo”. O caminho, infelizmente, parece estar ficando mais estreito...

⁷ “FOMC Press Conference”, 4 de maio de 2022

⁸ “I would say I think we have a good chance to have a soft or softish landing or outcome...”, Jerome Powell.

Administração

BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S/A
CNPJ: 02.201.501/0001-61
Av. Presidente Wilson, 231, 11º andar
Rio de Janeiro – RJ
CEP: 20030-905
Telefone (21) 3219-2500
Fax (21) 3219-2508
www.bnymellon.com.br/sf

SAC: Fale conosco no endereço
www.bnymellon.com.br/sf
ou no telefone 0800 7253219
Ouvidoria no endereço
www.bnymellon.com.br/sf
ou no telefone: 0800 7253219

Gestão e Distribuição

JGP Gestão de Recursos Ltda.
e JGP Gestão de Crédito Ltda.
Rua Humaitá 275, 11º andar
Humaitá, Rio de Janeiro - RJ
CEP: 22261-005
Brasil
www.jgp.com.br

Signatory of:



Este material é meramente informativo e não considera os objetivos de investimento, a situação financeira ou as necessidades individuais de um ou de determinado grupo de investidores. Recomendamos a consulta de profissionais especializados para decisão de investimentos. Fundos de Investimento não contam com a Garantia do Administrador, do Gestor, de qualquer mecanismo de seguro, ou, ainda, do Fundo Garantidor de Crédito – FGC. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto ou do regulamento do Fundo de Investimento antes de aplicar seus recursos. As rentabilidades divulgadas são líquidas de taxa de administração e performance e bruta de impostos. As informações e conclusões contidas neste material podem ser alteradas a qualquer tempo, sem que seja necessária prévia comunicação. Este material não pode ser copiado, reproduzido ou distribuído sem a prévia e expressa concordância da JGP. Para maiores informações, consulte nossa área comercial.