



Wealth High Governance

18 de março de 2022

# WHIG Insights

“Eu sou você amanhã?” – Semelhanças, diferenças e coincidências do processo de normalização brasileiro e americano



# Sumário Executivo

- Nos anos 80, durante o período de alta inflação, a tendência do Brasil copiar medidas adotadas na Argentina levou a expressão “Eu sou você amanhã”.
- As economias americanas e brasileiras tiveram uma performance bastante semelhante logo no início da pandemia. Mas começando em 2021, houve forte e crescente divergência, com a economia brasileira mostrando menos crescimento. Uma métrica onde não houve grande divergência foi na inflação.
- Acreditamos que o principal fator explicando a eventual divergência é o status de moeda reserva do dólar americano.
- Vemos dois cenários básicos no caso dos EUA, onde o Fed pode escolher privilegiar, pelo menos no curto prazo, a atividade econômica ou o combate contra a inflação.
- Dada a forte queda de popularidade do governo Biden, em boa parte devido aos níveis de inflação, o Fed pode acabar apertando a política monetária bem mais do que hoje precifica o mercado, aumentando o risco de recessão, mas tendo uma queda mais rápida da inflação.
- Alternativamente, o Fed pode escolher não correr o risco de sacrificar o crescimento econômico para fazer a inflação convergir ao nível de 2% rapidamente, aceitando uma inflação mais alta durante algum tempo.
- Enquanto o EUA está no início do seu aperto monetário, o Brasil está perto do fim, o que prospectivamente gera expectativas de uma provável recuperação cíclica.

# Economia brasileira e americana durante a pandemia

Nos meados dos anos 80, em um popular comercial de bebidas, o ator encerrava sua atuação dizendo: “eu sou você amanhã”. Desde então, tornou-se comum atribuir o termo “efeito Orloff” quando há o desejo de dizer que o resultado final de uma ação será o mesmo de outra semelhante praticada. No mesmo período em que o comercial era veiculado, o continente sul-americano enfrentava graves surtos inflacionários devido à crise da dívida externa, e a Argentina adotou um plano heterodoxo de estabilização, o Plano Austral, que (em parte) inspirou o brasileiro Plano Cruzado. Isso levou à ideia de que, o que acontecia na Argentina logo aconteceria no Brasil – “efeito Orloff”. Não por acaso, ambos os planos de estabilização fracassaram.

Estaríamos vivendo outro episódio do “efeito Orloff” quando olhamos os EUA e o Brasil? Tal pergunta parece não ter sentido algum: nada hoje parece mais diferente que a exuberante economia americana e a anêmica economia brasileira.

Mas, e se o que realmente divide as economias brasileira e americana nas perspectivas macroeconômicas não são as muitas conhecidas diferenças, mas sim a velocidade do ciclo econômico pós-Covid? Poderia a “ressaca” que o Brasil está vivendo hoje, com crescimento baixo e inflação alta, apontar para o que pode acontecer com a economia americana?

Essa possibilidade vem da natureza do choque da pandemia, que abateu toda a economia global ao mesmo tempo, e do fato de que vários países – inclusive os EUA e o Brasil – adotaram uma resposta relativamente igual: a de agressivamente expandir as políticas fiscais e monetárias.

Assim, talvez as diferenças entre os dois países se manifestam na intensidade e amplitude do ciclo econômico e não nos seus resultados. Nossas conhecidas fragilidades monetárias e fiscais levariam a um ciclo mais acelerado, mas não essencialmente diferente à do ciclo americano. Assim, nas devidas proporções, a dinâmica da economia americana pode ser semelhante à da economia brasileira.

Na nossa visão, a tese de que “os EUA será o Brasil amanhã” tem alguma verdade – mas somente até um certo ponto.

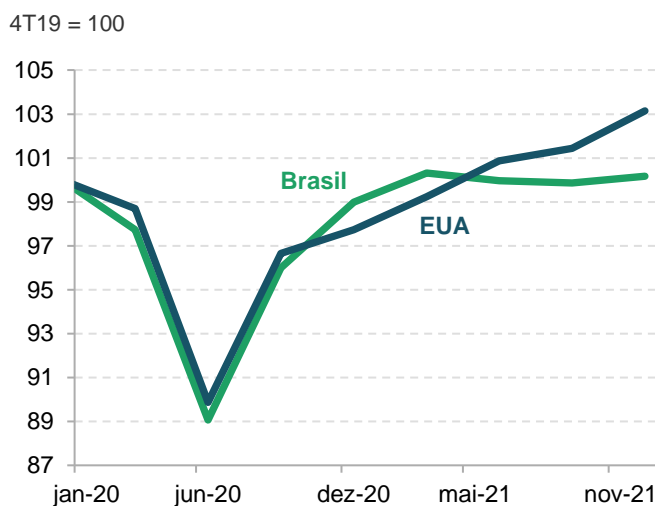
Enquanto há, de fato, uma surpreendente convergência na dinâmica das duas economias, especialmente até o final de 2020, ao nosso ver, a grande diferença entre os dois países – o status do dólar americano como moeda reserva global – cria graus de liberdade para a resposta de política econômica americana.

Assim, enquanto é verdade que os EUA devem também ver durante neste ano uma queda de crescimento com inflação persistente, a resposta da política monetária não está predeterminada, como foi no caso brasileiro, e os EUA podem escolher uma convergência gradual da inflação.

# A economia dos EUA e a do Brasil: menos diferentes do que se pensa

Há inúmeras diferenças entre os EUA e o Brasil, mas se olharmos para a dinâmica comparativa das duas economias desde a eclosão da pandemia, começando pelo crescimento econômico, vemos uma trajetória inicial bastante similar.

## PIB Real

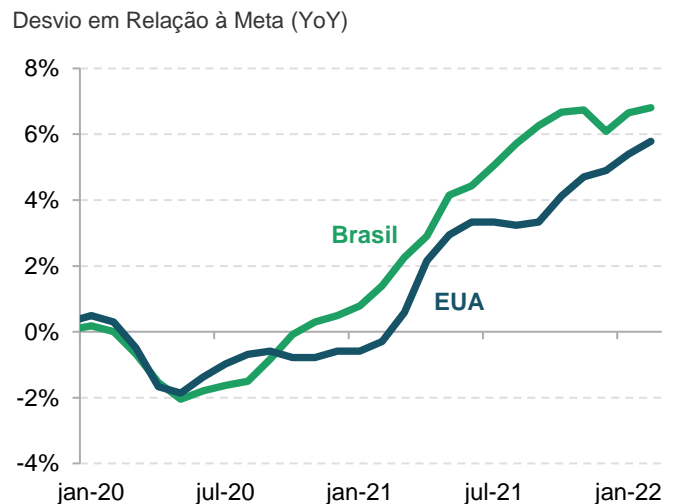


Fonte: IBGE, BEA, WHG

A reação inicial ao choque foi quase idêntica, e, a partir do final de 2020, a economia brasileira até superou a economia americana. Mas, a partir de abril de 2021, quando a atividade no Brasil recupera seu nível antes do choque, o crescimento econômico brasileiro entra em estagnação, enquanto a economia americana continua a crescer.

Um processo que tem – até agora – seguido uma dinâmica relativamente similar é a alta da inflação em relação à meta dos dois países.

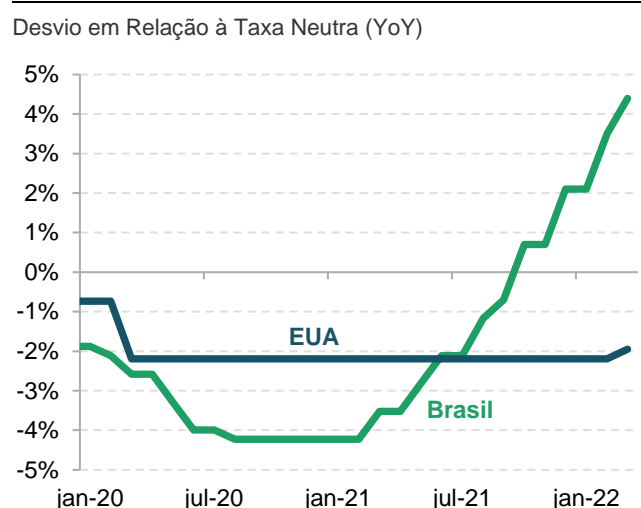
## Inflação



Fonte: IBGE, BLS, WHG

Apesar de um resultado inflacionário relativamente igual, a reação da política monetária entre os dois países tem sido muito diferente.

## Juros

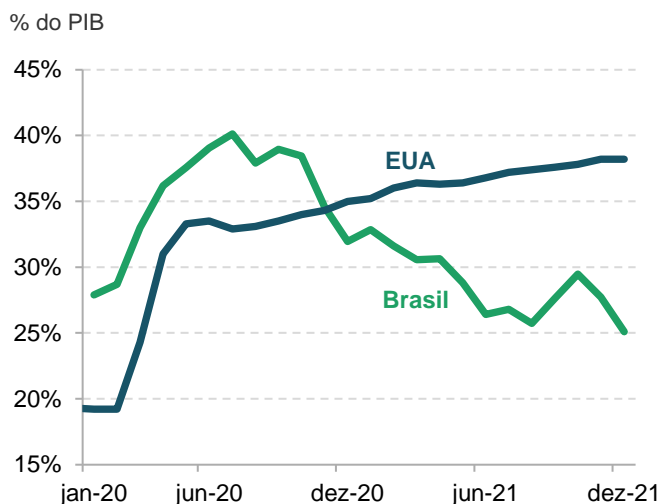


Fonte: BCB, Fed, WHG

Medido contra estimativas da taxa neutra de juros, inicialmente, o Brasil derruba os juros mais do que os EUA. Mas, com a alta da inflação junto com forte pressão na taxa de câmbio, o Brasil começa a subir a taxa Selic, que (por essa métrica) entra em território contracionista no final do ano passado.

A reação inicial do Federal Reserve na política de juros foi limitada pela barreira do zero na taxa de juros nominal (*zero lower bound*), e assim o Fed executou uma política de compra de títulos (*quantitative easing*) que quase dobrou o tamanho do seu balanço em relação ao PIB. No caso do Brasil, até houve uma expansão inicial do balanço do Banco Central, fruto de programas de apoio ao sistema bancário e ao crédito, mas a expansão foi revertida no final de 2020, e hoje o balanço do Banco Central está abaixo do patamar pré-crise.

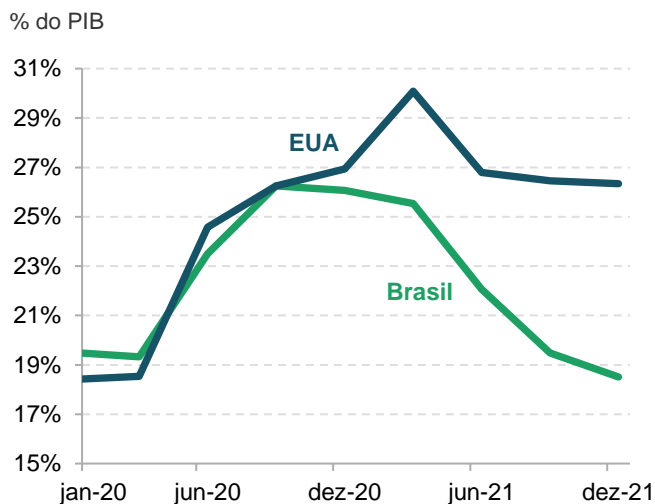
### Ativos do Banco Central



Fonte: BCB, Fed, WHG

Um dos fatores que tem diferenciado a crise atual da última grande crise financeira de 2008 foi o uso agressivo da política fiscal.

### Despesas do Governo



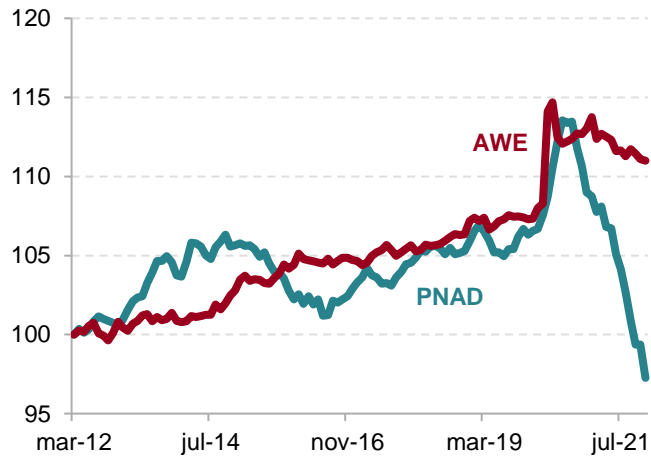
Fonte: STN, US Treasury, WHG

Mais uma vez, vemos uma reação inicial relativamente igual entre o Brasil e o EUA, com divergência a partir de 2021. Como no caso do tamanho do balanço do Banco Central, o nível de gasto em relação ao PIB cai no caso do Brasil, voltando aos níveis antes do choque da pandemia, com o nível de gastos nos EUA caindo um pouco na margem, mas ainda se mantendo bem acima dos níveis pré-pandemia.

Uma maneira de ver a eventual pior performance da economia brasileira seria pelos efeitos das políticas monetárias e fiscais sobre a posição financeira das famílias. No caso dos salários, vemos um forte efeito positivo inicial, mas com forte queda nos rendimentos das famílias brasileiras, fruto da alta da inflação e do desemprego e da retração das medidas de estímulo, onde hoje o rendimento médio habitual está abaixo dos níveis pré-crise.

### Rendimento Médio Habitual (PNAD) x Average Weekly Earnings (inflação de salários nos EUA)

Mar/12 = 100, valores ajustados pela inflação

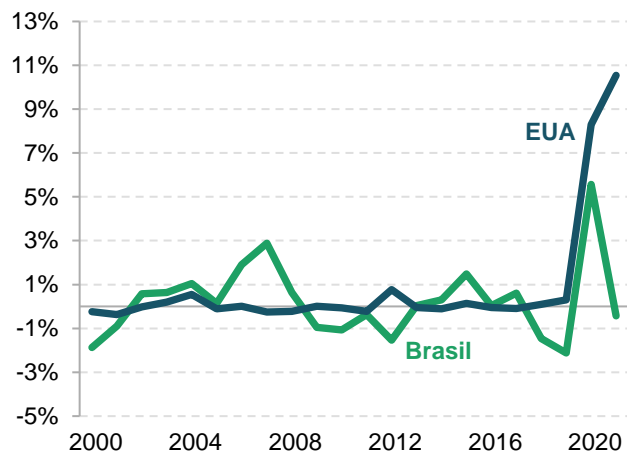


Fonte: IBGE, BLS, WHG

As fortes transferências fiscais geraram aumento na taxa de poupança das famílias. Mas, no caso brasileiro, com a subsequente queda da renda real, essa poupança já foi gasta, bem diferente do caso americano, em que a forte valorização dos ativos financeiros e imobiliários, junto com a queda do desemprego, permite as famílias americanas a manter altos níveis de poupança que devem gerar mais consumo ao longo do tempo.

### Excesso de Poupança

% do PIB

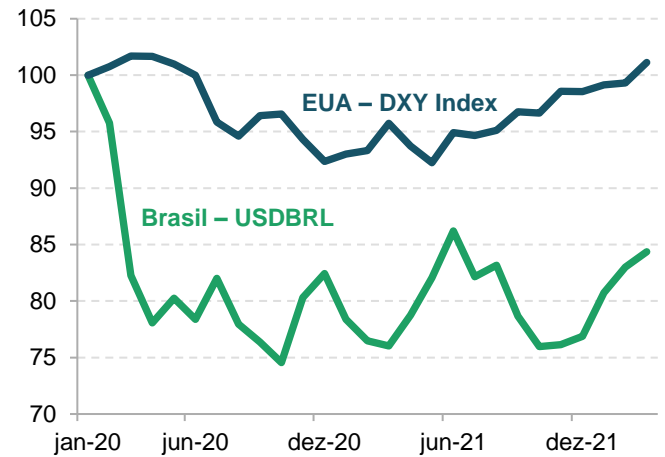


Fonte: IBGE, BEA, WHG

O que explica as divergências a partir de 2021, com aperto das políticas monetárias e fiscais no Brasil e estagnação do crescimento econômico? Como vimos acima, não houve diferença significativa na trajetória da inflação. No caso brasileiro, acreditamos que um fator foi a forte desvalorização do real frente ao dólar, diferente no caso americano em que o dólar perde um pouco do seu valor no início, que é logo recuperado. Importante ressaltar que, mesmo com a apreciação recente do Real, a moeda continua cerca de 15% abaixo da taxa pré-pandemia.

### Câmbio

Jan/20 = 100



Fonte: Bloomberg, WHG

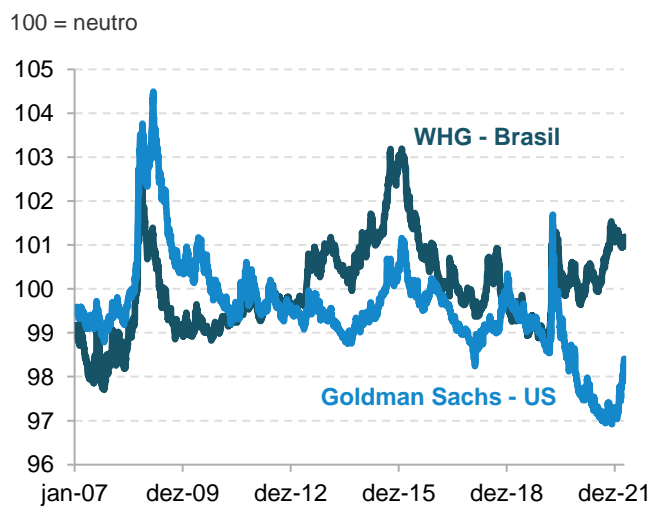
A pressão do mercado sobre o Brasil não veio somente na taxa de câmbio, mas pelas curvas de juros e os preços dos ativos, o que acabou apertando as condições financeiras como um todo, um dos fatores que contribuiu para a subsequente queda do crescimento brasileiro.

Por fim, a dinâmica do mercado de trabalho entre os países tem sido muito diferente. Com a taxa de desemprego em 4%, a inflação de salários nos EUA tem conseguido acompanhar mais de perto a aceleração da inflação, enquanto no Brasil a taxa de desemprego próximo a 12% limita os ganhos salariais.

Em resumo, vimos que, inicialmente, a performance relativa da economia brasileira em relação à economia americana foi igual e, por algumas métricas, até melhor. Isso durou até o final de 2020. Com a entrada de 2021, vemos uma performance cada vez pior em quase todas as métricas, com remoção de estímulos monetários e fiscais e aperto das condições financeiras levando a queda do crescimento e da renda.

Não podemos somente atribuir isso a um resultado inflacionário pior no caso do Brasil. O mercado acabou julgando a postura da política econômica brasileira como insustentável, forçando sua rápida reversão. No caso dos EUA, isso não aconteceu, e somente quando o próprio Fed expressou preocupação com a inflação e a disposição de aumentar os juros a partir de novembro do ano passado que o mercado reagiu, precificando um ajuste monetário mais célere.

### Índices de Condições Financeiras



Fonte: Goldman Sachs, WHG



# Conclusões: Quem pode fazer, mas a realidade se impõe

Olhando o conjunto de dados, vemos que, apesar de um início surpreendentemente igual logo depois da eclosão da pandemia, houve um processo de aperto da política econômica no Brasil, causando e contribuindo para um aperto das condições financeiras, derrubando o crescimento econômico. Isso não acontece nos EUA até que o próprio Federal Reserve decida, de forma exógena, apertar as condições financeiras.

A capacidade dos EUA de manter a postura pró-cíclica de suas políticas independentemente de ter a maior inflação em 40 anos está ligada, ao nosso ver, ao lugar de importância que o dólar americano tem no sistema financeiro global como moeda de reserva. A ausência (ainda) de alternativas amplas a ativos em USD permite que os EUA tenham mais margem de manobra na condução da sua política econômica. O Brasil, como economia emergente, enfrentou com saída de capitais e pressão sobre as condições financeiras ao longo de 2021, especialmente via a taxa de câmbio, em momentos de grandes desequilíbrios e riscos de crise em sua economia.

Isso dito, os EUA agora vão ter que endereçar o seu problema inflacionário, algo que o Brasil já começou a fazer há quase um ano. Nossa “foto” está certamente pior que a dos EUA neste momento. Porém, pelo avanço do nosso ciclo monetário, a tendência é de uma melhora relativa ao longo do tempo. Os choques oriundos da crise na Europa aumentam os riscos, mas ao nosso ver ainda não se pode concluir que estamos fadados a ver um período recessivo na economia global.

No caso americano, os fatores que dão aos gestores da política econômica graus inéditos de liberdade tornam a resposta futura a questão da inflação mais incerta. Enquanto, no caso brasileiro, a alta da inflação acabou não dando ao Banco Central nenhuma opção se não adotar uma

postura contracionista, tal coação não está acontecendo no caso americano.

Se haverá ou não um “pouso suave” nos EUA, vai depender das escolhas ainda a serem feitas, especialmente pelo Federal Reserve no que tange à velocidade e intensidade do ciclo de ajuste monetário.

Existe o risco, nada desprezível, de que as pressões políticas sobre o governo Biden para rapidamente controlar a inflação, que tem prejudicado as chances do partido Democrata nas eleições de novembro, levem o Federal Reserve a “pisar forte no freio”, aumentando o risco de uma recessão.

Outro cenário alternativo seria o Federal Reserve recuar na intenção de apertar a política monetária o suficiente para levar a inflação à meta quando o impacto negativo sobre a economia – e mais especificamente o mercado de trabalho – se manifestar, adotando uma postura gradualista que, na prática, implica aceitar um nível de inflação mais alto durante algum tempo.

Assim temos vários cenários possíveis, desde uma postura mais dura que poderia aumentar materialmente o risco de uma recessão – o que seria negativo para ativos de risco – até uma postura bem mais gradualista, aceitando um nível maior de inflação (um tipo *learning to live with inflation* como paralelo do atual *learning to live with Covid*) para tentar resguardar os ganhos no mercado de trabalho e suavizar o ajuste.



Este material de divulgação é meramente informativo e foi elaborado para os clientes da Wealth High Governance (“WHG”), e não considera objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades individuais e particulares e não contém todas as informações que um investidor em potencial deve considerar ou analisar antes de investir. Este material foi elaborado pela equipe de gestão de fundos de investimento (“time de gestão”) da Wealth High Governance Capital Ltda. (“WHG Capital”), empresa responsável pela gestão de fundos de investimento. Os parâmetros aqui descritos são meramente referenciais e exemplificativos, podendo ser alterados pela WHG Capital a seu exclusivo critério, a qualquer momento, sem prévio aviso. O material foi preparado com base em informações públicas, dados desenvolvidos internamente e outras fontes externas e não deve ser entendido como análise de valor mobiliário, consultoria de investimentos, material promocional, solicitação de compra ou venda, oferta ou recomendação de qualquer ativo financeiro ou investimento ou sugestão de alocação ou adoção de estratégias por parte dos destinatários. Recomendamos uma consulta a profissionais especializados para uma análise específica e personalizada antes da sua decisão sobre produtos, serviços e investimentos. Este material pode apresentar conclusões e opiniões feitas sob determinadas premissas. Ainda que o time de gestão da WHG acredite que essas premissas sejam razoáveis e factíveis, não pode assegurar que sejam precisas ou válidas em condições de mercado no futuro ou, ainda, que todos os fatores relevantes tenham sido considerados na determinação dessas conclusões, opiniões, sugestões, projeções e hipóteses. A reprodução total ou parcial desta publicação é expressamente proibida, exceto com a autorização da WHG.



## Wealth High Governance

### Andrew Reider

Chief Investment Officer (CIO)  
andrew.reider@whg.com.br

### Fernando Fenolio

Economista-chefe  
fernando.fenolio@whg.com.br

### Tony Volpon

Estrategista-chefe  
tony.volpon@whg.com.br

### Bruno Diniz

Head de Produtos  
bruno.diniz@whg.com.br

