

## O Vício e a Virtude

*“A hipocrisia é a homenagem que o vício presta à virtude”*

François, Duque de La Rochefoucauld (1613 – 1680)

Vivemos o mundo dos juros negativos nos mercados desenvolvidos. E o que é o juro negativo senão o tributo que a virtude (poupança) paga ao vício (gastança)? Já são quase 17 trilhões (isso mesmo, trilhões) de dólares em títulos de renda fixa (governo em sua maioria, mas também corporativos) com rendimento negativo.

Procuraremos nesta carta, aprofundar o debate, sobre esse incrível tempo novo que estamos vivendo. As indagações são ainda maiores do que as respostas neste exato momento, de profunda perplexidade na comunidade financeira global.

### Quais as razões para o juro negativo?

Primeiramente vamos falar sobre esse conceito de juros, que vai além de um mero conceito financeiro. É um conceito comportamental sobre o qual se assentou toda construção da sociedade dita civilizada. Os juros são o prêmio que alguém recebe para sacrificar o consumo imediato em prol da poupança. É a remuneração da paciência. Do outro lado, é o preço que se paga pela impaciência, ou pela necessidade do consumo imediato. Expandindo um pouco mais, pense em tudo que você construiu e que lhe é caro, seus estudos, sua carreira, sua família ou seu desempenho esportivo. Tudo foi fruto de uma construção que demandou tempo e paciência. Fomos educados no conceito de que tudo que é valioso demanda tempo e paciência para ser construído.

São gerações e gerações sendo educadas para pensar e agir de uma forma. Eis que os bancos centrais entenderam que talvez os juros negativos por muito tempo sejam a solução para a falta de crescimento crônica, que o mundo desenvolvido passa. Modelos olham para o passado, e como o

passado dizia que “menos juros” era sempre seguido de “mais consumo” ou de “mais investimento”, porque não testarmos o terreno negativo?

Os modelos não assumiram, ou se assumiram, subestimaram, que as preferências humanas não são lineares. Se está fazendo 45 graus e começa a esfriar, certamente você reage muito bem até os 20 ou 15 graus, após isso, a reação passa a ser de desconforto, tentativa de fuga e no limite a morte, em temperaturas extremamente negativas. O mesmo se aplica ao processo de redução de taxas de juros. **Iremos detalhar esse processo, não linear, que do “saudável” passa ao “destrutivo” na medida em que os juros vão sendo reduzidos, na próxima seção do texto.**

Não enxergamos os bancos centrais como vilões deste processo, mas como vítimas. O mundo desenvolvido tem sofrido com baixo crescimento e com baixa inflação (abaixo da meta da maioria dos países, que é de 2% ao ano). Ao mesmo tempo os governos destes países têm experimentado crescentes déficits fiscais (com consequente aumento de endividamento público) e uma absoluta falta de compromisso com reformas estruturais capazes de endereçar problemas como gastos previdenciários, baixa produtividade e rigidez do mercado de trabalho, dentre outros. Se você apresentar um problema a um ferreiro, possivelmente sua resposta será fogo e martelo.

Com os bancos centrais é a mesma coisa, para todo e qualquer problema a solução sempre passa por política monetária (praticamente o único instrumento que dispõe), mesmo que isso signifique explorar o terreno dos juros negativos. É chegada a hora dos bancos centrais devolverem a bola para os respectivos governos! Nos parece que já chegaram perigosamente perto do limite.

Vamos deixar aqui algumas perguntas, que frequentemente nosso time tem debatido e que cremos que poderão lançar luz no debate macro. Primeiramente, com o advento da demografia negativa (envelhecimento e encolhimento populacional) cabe ainda a obsessão com o crescimento agregado de uma economia? Não seria o caso de começarmos a olhar mais os indicadores per capita? Indo além, dado que os países desenvolvidos estão bem acima na escala de Maslow<sup>1</sup>, faz sentido associarmos mais crescimento como uma medida de sucesso absoluto?

Ninguém nega que temos vivido uma época que fazemos hoje muito mais coisas com menos recursos, o exemplo mais óbvio é o seu celular, que substituiu em um só aparelho o telefone, o walkman, a máquina fotográfica, a agência bancária, o álbum de fotos e diversas outras atividades. Em termos de PIB, decerto tivemos uma destruição de produto nessa substituição toda. Em termos de inflação, decerto tivemos uma desinflação nesse processo. Porém, como sociedade estamos melhores ou piores? Pois é, imagino que assim como nós, você tenha respondido que estamos melhores. Porém, nos termômetros que medem nossa saúde econômica, ficamos piores. **A pergunta que deixamos aqui é se não está na hora de revisarmos os termômetros?**

E para finalizar, provocamos com a seguinte pergunta. Seria a meta de inflação de 2%, para este mundo digital, algo ainda aplicável? Sempre houve o temor de que inflações baixas levassem a uma deflação (ou seja, a pessoa não consome agora pois sabe que mais tarde pagará menos). Porém, com o mundo digital, as pessoas não consomem menos

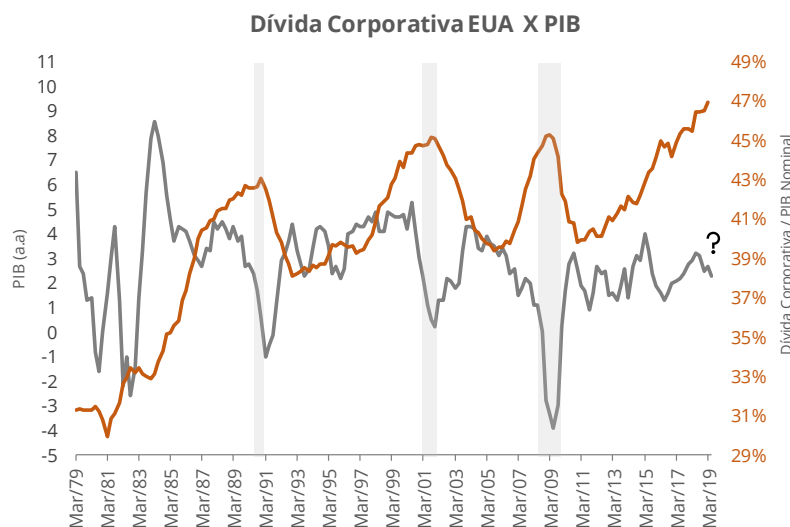
pois os aplicativos fornecem serviços mais baratos, isso é parte da vida. Com uma meta de inflação menor, ou pelo menos mais elástica em relação ao centro da meta, o mundo desenvolvido conseguiria trabalhar com um nível de juros um pouco maior, evitando os indesejáveis efeitos colaterais dos juros negativos. **O ponto central desta indagação é que o consenso da meta de 2% de inflação foi estabelecido para um mundo analógico e jovem, porém hoje temos um mundo digital e envelhecido.**

## Quais as implicações disso?

Na última semana de agosto, a multinacional alemã Siemens fez a emissão corporativa com menor taxas de juros da história. Ela captou 1,5 bilhões de euros para os prazos de 2 e 5 anos com cupom zero e *yields* negativos. O papel de 2 anos obteve a absurda taxa de “menos” 0.315% ao ano. A emissão foi bastante demandada, e a maior parte dos investidores que participou deste livro de ofertas saiu triste, por não ter conseguido pagar para emprestar dinheiro para a empresa.

Outro dia escutei de um colega, que ele não teria maturidade para ser CFO de uma empresa dessas em tempos de juros negativos ou zero. Ele iria se endividar como se não

houvesse amanhã. Essa frase, meio em tom de brincadeira, contém muita verdade. **O aumento no endividamento já é uma realidade.** Nos Estados Unidos a dívida corporativa já é 47% do PIB (no gráfico, linha cinza o PIB e na linha laranja o endividamento das empresas), a maior de toda a série histórica. As recessões sempre coincidem com o fim dos ciclos de crédito, será assim esta vez? O



1 - Maslow define cinco categorias de necessidades humanas (fisiológicas, segurança, afecto, estima e as de autorrealização) representada por uma pirâmide onde na base se encontram as necessidades mais básicas pois estão relacionadas com a sobrevivência. Segundo Maslow, um indivíduo só sente o desejo de satisfazer a necessidade de um próximo estágio se a do nível anterior estiver sanada, portanto, a motivação para realizar estes desejos vem de forma gradual.

total da dívida BBB (o último grau de grau de investimento) já é mais de 50% de todo o estoque de dívida grau de investimento, e a dívida BBB representa 2,7 vezes todo o mercado de *high yield*. Em uma eventual recessão, o rebaixamento desses títulos BBB terá sérios problemas de absorção pelo mercado de *high yield*.

A consultoria *McKinsey* fez levantamento recente<sup>2</sup>, focando nas empresas asiáticas, foram 23 mil empresas que tiveram seus balanços analisados no período que vai de 2007 até 2017. Por exemplo, 33% das empresas avaliadas na Austrália, Hong Kong, China, Índia e Indonésia tem um alto grau de vulnerabilidade. Essas empresas têm para cada dólar devido de serviço da dívida, uma geração de EBIT (lucros antes de impostos e juros) de 1,5 dólares ou menos. Ou seja, basicamente estão vivendo apenas para pagar os juros da dívida e qualquer choque, seja na geração de caixa, seja no custo da dívida, ficarão insolventes. Este mesmo estudo mostra que o colchão de capital nos bancos de alguns países é insuficiente, em relação ao tamanho da dívida destas empresas com maior vulnerabilidade.

**Uma implicação do mundo de juros baixíssimos fica clara, o endividamento além do prudente, de empresas e até de pessoas.** Essa semana tivemos notícia de que em um país nórdico as pessoas estão sendo pagas para tomar financiamento imobiliário.

Uma segunda implicação é que os juros balizam a régua de retorno exigido dos projetos e dos investimentos. Quanto menor é essa régua, menor é a qualidade dos projetos que serão postos de pé. Quando juntamos uma régua baixa de retorno e um endividamento muito além da conta, temos aí o pai e a mãe das empresas zumbis, que apenas conseguem sobreviver neste ambiente de alta permissividade. O BIS (Bank for International Settlements) fez um interessante trabalho<sup>3</sup> em 2018, onde indica que o % de firmas zumbis está crescendo (12% do total de empresas listadas globalmente) e também a probabilidade que essas empresas continuem vivas (no estudo, em 85%).

**Curioso, o objetivo dos juros negativos era trazer mais crescimento, porém o que estamos vendo é justamente mais risco financeiro e mais empresas ineficientes, o que traz menor produtividade e menor crescimento.**

Uma terceira implicação. Podemos dividir o mundo em três grandes grupos no que diz respeito ao consumo/poupança, dos 0 até os 30 anos (adolescência estendida) o sujeito consome recursos, ele contribui com o consumo ao fazer uso de recursos e ao gerar muito pouco como fruto do seu trabalho, dos 30 aos 60 anos o sujeito é um acumulador, um poupador, a sua maior demanda é por ativos para investir e se preparar para a sua velhice, já dos 60 anos até a última morada, o cidadão volta a ser um consumidor, ele usa seus recursos poupados para viver. Demograficamente o que ocorreu é que o grosso dessa pirâmide etária se deslocou, nestes países, em direção à faixa dos poupadores. Isso explica o que os economistas chamam de '*savings glut*', ou seja, muito recursos para menos ativos financeiros levam à valorização dos mesmos (e menores juros). Agora imagina esse poupador de 45 anos lendo no jornal que os juros estão negativos e que seus investimentos terão menos, e não mais, retornos. O que ele faz? Corre para consumir no primeiro shopping que encontrar ou vai poupar mais ainda?

**Pois é, medidas feitas para aumentar o consumo, que acabam tendo como efeito não desejado justamente a redução do consumo.**

## Como lidar com as próximas recessões?

A grande ansiedade que aflige o mundo dos economistas e investidores é exatamente esta. Dado que os bancos centrais do Japão e da Europa não tem muito mais para ir no terreno negativo (mesmo o BoJ, Bank of Japan, com um balanço de 100% do PIB já não tem nem muito mais o que fazer em termos de QE - Quantitative Easing). Mesmo os bancos centrais dos Estados Unidos e da China estão com taxas de juros ao redor de 2% (quando na média os ciclos de afrouxamento monetários do

passado foram o dobro disso), ou seja, estão com meia munição. E curiosamente, os BC's - Bancos Centrais - que ainda tem alguma munição são justamente dos países que estão se engalfinhando em uma disputa que vai muito além do comércio e que tende a durar muitos anos ainda, senão décadas.

Com isso os olhares se voltam para a política fiscal dos governos, que deveriam gastar mais para estimular suas economias. Porém são olhares mais esperançosos do que bem embasados, dado que dos grandes países apenas a Alemanha tem algum espaço fiscal para gastar. Assim mesmo, poucos se lembram que há algo chamado "target 2" com uma conta de 942 bilhões de euros, que em caso extremo pode virar um problema alemão. Nos Estados Unidos, o escritório de orçamento do Congresso acabou de soltar uma revisão onde o buraco fiscal americano pode chegar a perto de 5% do PIB. E quando colocamos na conta despesas como passivos previdenciários e despesas médicas de uma população que só irá envelhecer o quadro fica ainda mais dramático.

Economistas renomados como Larry Summers<sup>4</sup> ou Stanley Fisher<sup>5</sup> já começam a endereçar o problema e a rascunhar soluções. Alguns outros economistas também vêm falando de MMT (Moderna Teoria Monetária), que em resumo consiste em dar o dinheiro diretamente na mão do distinto público e/ou financiar isso com a simples impressão de dinheiro via monetização da dívida. Afinal, se o BC imprimiu dinheiro para comprar uma dívida emitida pelo Tesouro, temos a tentação de dizer que um bolso deve para o outro bolso da mesma calça. Logo, o cancelamento dessa dívida parece tentadora, não? Naturalmente é uma experiência com potencial inflacionário, porém como o QE não gerou inflação, porque não girar o "dial" na mesma direção mais um pouco? E vivemos esses dilemas dentro de uma macrotendência que será ainda objeto de carta futura, a mudança de um mundo que "acumula" riquezas para um mundo que "distribui" riquezas.

O processo de desglobalização, que muitos acreditam já estar em curso, nada mais é que um subconjunto desta mudança de paradigma. Se o processo inverso (dos anos 80 até os anos 10) foi justamente desinflacionário, é de se esperar que o próximo ciclo seja em alguma medida inflacionário, em que pese o ambiente digital que é uma força desinflacionaria. E estamos falando em impressão de dinheiro justamente neste ambiente. **O cenário global dos próximos anos é no mínimo desafiador.**

## Como investir nesse mundo?

Curiosamente, temos o Brasil (objeto de nossa carta anterior) passando pelas mais profundas reformas estruturais de que se tem notícia. O Brasil oferece ótimas oportunidades de investimento em um mundo com bem menos certezas. O que adiciona muita complexidade ao processo de investimento. O cenário externo, ao que pese os riscos que elencamos na carta, não é necessariamente ruim, ele é apenas escorregadio e fluido. Tomando como analogia uma empresa muito endividada, se os juros sobem muito, o serviço da dívida fica inviável. Por outro lado, se a receita da empresa sofre, ela não gera caixa para servir a mesma dívida.

**Esse é o mundo lá fora, ele para ser benigno deve necessariamente ser "morno". Se for muito quente os juros altos estragarão esse já esticado ciclo de crédito. Se for muito "frio", a falta de crescimento também estragará esse ciclo de crédito.**

E ao mesmo tempo que vai caminhando no "morno", o mundo deve ir gradualmente desenhando o seu processo de redução de endividamento (desalavancagem). Definitivamente trata-se de um equilíbrio delicado.

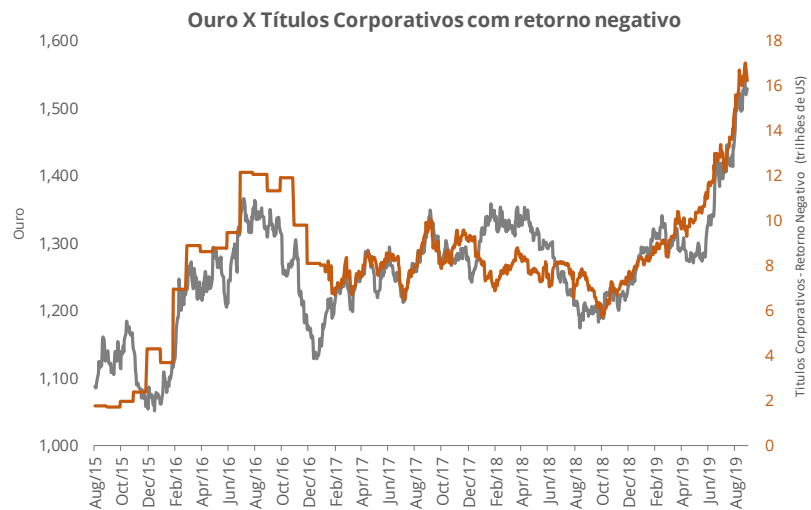
4 - Documento Whither Central Banking? Publicado em Agosto de 2019 por Lawrence H. Summers e Anna Stansbury.

5 - Documento Dealing with the next downturn: From unconventional monetary policy to unprecedented policy coordination publicado em Agosto 2019 pela Elga Bartsch, Jean Boivin, Stanley Fischer, Philipp Hildebrand e Simon Wan da BlackRock Investment Institute.

**É um cenário em que entendemos ser a gestão ativa particularmente vantajosa, dada a complexidade do cenário.**

Por exemplo, temos visto o preço do ouro disparar na mesma medida em que o montante de papéis com *yield* negativo cresce, como no gráfico ao lado. Em cinza vemos o preço do ouro, já a linha laranja nos mostra o total de títulos com retorno negativo.

Porém, se a próxima tendência global for inflacionária (desglobalização é inflacionário) e a atividade ainda for fraca, como ficam os juros e o ouro? Em resumo, é um ambiente na economia global onde as perguntas ainda são em maior número do que as respostas. Um ambiente onde uma gestão profissional de qualidade irá lhe ajudar a preservar o seu capital, em primeiro lugar, e a aproveitar as oportunidades.



## Objetivo do Fundo:

O Fundo Kairós Macro FIC FIM investe em diversas classes de ativos de alta liquidez como moedas, juros, bolsa e commodities, tanto no Brasil como no exterior, com objetivo de gerar ganhos de capital no longo prazo para seus cotistas, observando, ainda, os critérios de composição e diversificação estabelecidos no regulamento e nas normas em vigor.

## Público Alvo:

É destinado a investidores em geral, pessoas físicas ou jurídicas nos termos da regulamentação em vigor.

**CNPJ:** 32.318.799/0001-55

**Início do Fundo:** 30 de abril de 2019

**Classe ANBIMA:** Multimercado Macro

**Índice de Referência:** CDI

**Taxa Administração Mínima:** 1,9% a.a.

**Taxa Administração Máxima:** 2,5% a.a.

**Taxa Performance:** 20% sobre o que exceder 100% do CDI\*

\* Respeitando a *High Watermark*, pagos semestralmente ou no resgate

**Investimento Inicial:** R\$ 20.000,00

**Movimentação Mínima Resgate:** R\$1.000,00

**Saldo Mínimo:** Não há

**Liquidação de Aplicação:** D+0

**Cota de Aplicação:** D+1

**Cota de Resgate:** D+30 corridos

**Liquidação:** D+31

**Taxa de saída antecipada:** 10% sobre o valor solicitado de resgate com cotização D+0 e liquidação D+1

### Gestor:

Kairós Capital Gestão de Recursos Ltda.  
CNPJ: 31.602.001/0001-30  
End. Rua Baltazar da Veiga, 634 - 10º andar  
Telefone: 011 3135-7730  
Site: [www.kairoscapital.com.br](http://www.kairoscapital.com.br)  
Email: [contato@kairoscapital.com.br](mailto:contato@kairoscapital.com.br)

### Administrador:

BNY Mellon Serviços Financeiros S/A  
CNPJ: 02.201.501/0001-61  
End.: Av. Presidente Wilson, 231, 11º andar  
Telefone: 021 3219-2500  
Site: [www.bnymellon.com.br](http://www.bnymellon.com.br)

### Custodiante:

BNY Mellon Banco S/A  
CNPJ: 42.272.526/0001-70  
End.: Av. Presidente Wilson, 231, 10º andar  
Telefone: 021 3219-2600  
Site: [www.bnymellon.com.br](http://www.bnymellon.com.br)

### Auditor

KPMG Auditores Independentes  
CNPJ: 57.755.217/0001-29  
End.: Av. Almirante Barroso, 52, 4º andar  
Telefone: 021 3515-9400  
Site: [www.kpmg.com/br](http://www.kpmg.com/br)



Rua Baltazar da Veiga, 634, 10º and, cj. 101/102  
Vila Nova Conceição – São Paulo – SP – 04510-001  
Tel.: +55 (11) 3135-7730 | [www.kairoscapital.com.br](http://www.kairoscapital.com.br)

A Kairós Capital Gestão de Recursos Ltda. (Kairós Capital) não comercializa e nem distribui cotas de fundos ou qualquer outro ativo financeiro. Esta informação não constitui em oferta de venda de cotas dos fundos geridos pela Kairós Capital e também não deve ser considerada como recomendação de investimento. Recomendamos uma consulta a assessores de investimento e profissionais especializados para uma análise específica, personalizada antes de sua decisão sobre investimentos. Aos investidores é recomendada a leitura cuidadosa de prospectos e regulamentos ao aplicar seus recursos. Os fundos geridos utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Os fundos geridos estão autorizados a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. Os fundos multimercados podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos – FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. Nos fundos geridos pela Kairós Capital a data de conversão de cotas é diversa da data de aplicação e de resgate e a data de pagamento do resgate é diversa da data do pedido de resgate. Não há garantia de que os fundos multimercados terão o tratamento tributário para fundos de longo prazo. Qualquer divulgação de informação sobre os resultados do fundo só pode ser feita, por qualquer meio, após um período de carência de 6 (seis) meses, a partir da data da primeira emissão de cotas.



Adesão Provisória