

O fim da curva de Phillips e a morte da NAIRU

É sempre perigoso fazer provocações como a do título acima. Os conceitos citados – que aclararemos mais à frente – traduzem relações entre variáveis econômicas que os economistas tomam como naturais há décadas. É, no entanto, razoável supor que nos próximos anos tais relações se mostrarão de tal maneira mitigadas que darão a impressão de terem sido extintas.

Na última semana, o presidente do Fed (Federal Reserve, o banco central americano) apresentou no encontro anual daquela instituição o novo arcabouço de política monetária que guiará as decisões de seu comitê de política monetária pelos próximos cinco anos¹. É a primeira vez que o Fed promove revisão pública e abrangente dos critérios que norteiam suas decisões.

Emprego e inflação

Ao contrário de boa parte dos bancos centrais do mundo, cujas metas se resumem à inflação ao consumidor, o Fed possui meta explícita de inflação ao consumidor, de 2% ao ano, mas possui também uma segunda meta – também explícita, mas sem um valor fixo – de busca do nível de emprego que não acelere a inflação. Trata-se do que se costuma chamar de meta dual.

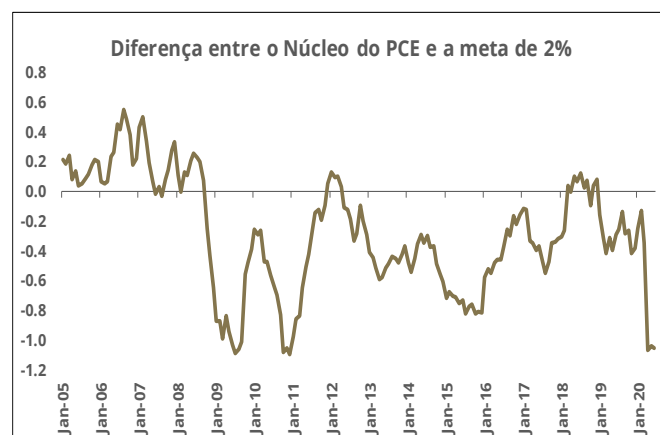
A NAIRU (acrônimo em inglês para taxa de desemprego que não acelera a inflação) é justamente esse nível de emprego que potencializaria o bem estar da sociedade, ao minimizar o desemprego ao mesmo tempo em que mantém a inflação ao redor da meta.

O conceito por trás da ideia de NAIRU é a curva de Phillips², que em sua formulação original do final dos anos 50 estabelece uma relação inversa entre nível

de desemprego e variação do salário nominal. Após aperfeiçoamentos teóricos ao longo das décadas que se seguiram, a relação entre desemprego e inflação – medida pelos impactos inflacionários da elevação do salário quando não acompanhada por ganhos de produtividade – naturalmente levou ao conceito de um nível mínimo de desemprego que não é inflacionário.

Esse grupo de conceitos vem sendo desafiado pela realidade. O crescimento potencial e as taxas de juros vêm caindo em todo o mundo na última década, num movimento aparentemente determinado por variáveis estruturais, tais como o envelhecimento da população e a moderação do crescimento da produtividade.

Adicionalmente, após a grande crise financeira de 2008, a inflação nos países desenvolvidos tem se estabilizado em níveis frequentemente abaixo das metas estabelecidas pelos bancos centrais, o que se pode ver para o caso americano no gráfico a seguir.



Fonte: Bloomberg e Kairós Capital

Isso vem ocorrendo mesmo frente a uma situação em que o desemprego conheceu queda sistemática e inflação ao consumidor relativamente baixa, sugerindo uma NAIRU cada vez menor e uma curva de Phillips com baixíssima sensibilidade dos preços

¹ *New economic challenges and the Fed's Monetary Policy Review*, Jerome Powell, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/files/powell20200827a.pdf>

² Nomeada a partir da contribuição do economista William Phillips

à variação da taxa de desemprego, mesmo quando essa já se encontra em mínimos históricos.

O Fed, além disso, constatou que o longo período de expansão e redução do desemprego que se verificou desde a crise financeira global teve efeitos qualitativos importantes sobre o mercado de trabalho, reduzindo a níveis inéditos o desemprego de minorias que tradicionalmente apresentam taxas de desemprego superiores à média nacional.

Na dúvida, opte pelo emprego

O novo arcabouço da política monetária americana mantém a meta de inflação em 2% ao ano e segue mirando a evolução esperada de inflação e emprego, mas introduz modificações importantes para os próximos anos. A primeira delas refere-se à parte do mandato do Fed relacionada ao emprego.

Ao invés de reagir de maneira simétrica a desvios do emprego frente a uma NAIRU estimada – prática utilizada sob o arcabouço anterior – de agora em diante as decisões do comitê de política monetária levarão em conta sua estimativa do déficit (em inglês, *Shortfall*) entre o emprego observado e o que se acredita ser o nível máximo de emprego registrado no curto prazo e em tempo real.

Tal decisão introduz uma assimetria forte – em favor da busca do nível máximo de emprego – frente ao que se observava anteriormente, quando o comitê podia decidir por elevar os juros preemptivamente sempre que o desemprego se encontrasse abaixo da NAIRU estimada, mesmo que a inflação não estivesse excedendo a meta de 2% – ou muitas vezes estivesse ainda abaixo dela.

Olhando a inflação pela média

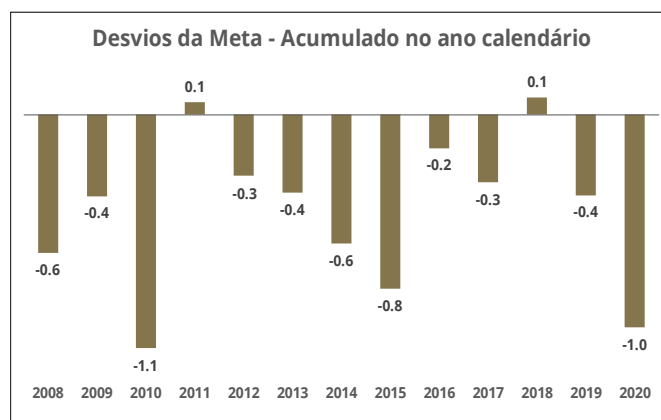
A persistência da inflação abaixo da meta por longo período constitui um fator negativo para a administração da política monetária pelos bancos centrais, pois influencia a expectativa dos agentes econômicos. Eles podem esperar comportamentos mecânicos ou automáticos da autoridade monetária, de tal modo que, caso a inflação permaneça persistentemente abaixo da meta por um período

relativamente longo, que é o contexto atual, as expectativas de inflação convergiriam para níveis inferiores à meta de inflação. Isso prejudicaria reflexões ocasionalmente desejadas pelo banco central, mesmo que autoridade monetária mantenha a taxa básica de juros relativamente baixa, consistente com a inflação em média abaixo da meta durante períodos mais longos.

De forma a mitigar essa distorção, a segunda perna da modificação introduzida pelo Fed passa a contemplar a meta de inflação a partir da média da inflação observada durante um período mais longo, e não somente a cada ano calendário (o chamado Average Inflation Target, AIT).

Quando a inflação subir em relação à meta, o Fed tolerará níveis de inflação moderadamente superiores aos 2%, durante um período não especificado. Não há fórmula que especifique qual o montante de diferença negativo da inflação observada com relação à meta que deverá ser compensado por uma diferença (tolerada) positiva durante o período de inflação mais alta.

Podemos, por exemplo, recorrer a um exercício do que poderia ser uma possível trajetória da inflação sob o novo arcabouço. Partamos do gráfico a seguir, que mostra a cada ano calendário o hiato entre a inflação e a meta – o hiato de 2020 apresentado no gráfico é calculado usando a estimativa da Kairós para o núcleo do PCE.



Fonte: Bloomberg e Kairós Capital

Assim, se supusermos que a partir de 2021 o Fed estará confortável em compensar o hiato negativo de inflação acumulado ao longo dos três anos anteriores por meio de números do núcleo de

inflação abaixo da meta, a inflação entre 2021 e 2023 poderá acomodar um excesso de aproximadamente 0,5% ao ano sobre a meta de 2%.

Implicações para a política monetária

As mudanças acima descritas apresentam implicações relevantes para as ações de política monetária do Fed nos próximos cinco anos – prazo que a instituição estabeleceu para revisões periódicas do arcabouço de agora em diante.

1. Na porção relacionada ao mandato de emprego, instruir a decisão de política monetária pelo déficit do emprego observado com relação ao emprego máximo ao invés dos desvios do desemprego observado com relação à NAIRU estimada.
2. Na porção relacionada ao mandato de inflação, calibrar a decisão de política monetária parcimoniosamente, buscando manter a média da inflação durante um determinado período em torno da meta.

Considerando a situação da qual partimos atualmente, de inflação sistematicamente abaixo da meta e emprego consideravelmente abaixo do nível que corresponde ao emprego máximo, as mudanças introduzidas apontam para política monetária fortemente estimulativa por vários anos à frente. Nesse contexto, a adoção do AIT atenua a probabilidade de que a mediana das projeções de inflação permaneça sistematicamente abaixo da meta por um longo período de tempo.

Embora não tenha feito parte da revisão do arcabouço apresentado pelo Fed na semana passada, o estímulo por meio da emissão monetária tende a permanecer nos moldes atuais no curto prazo. De acordo com o comunicado do banco central norte-americano e com o discurso de seu presidente, Jerome Powell, o Fed deve continuar o seu programa semanal de compras de US\$ 80 bilhões em títulos do Tesouro norte-americano e de US\$ 40 bilhões em Mortgage Backed Securities (MBS) pelo menos até o final de 2020.

Além disso, a fala de Powell deixou um cheiro no ar de que o Fed poderá recorrer ao controle de

rendimento da parte mais longa da curva de juros (o chamado Yield Caps ou Yield Targets, YCT), se necessário. Esse tipo de política difere do Quantitative Easing (QE); no YCT, o Fed mira o Yield desejado no ramo mais longo e líquido da curva de juros e compra o montante de títulos necessário tanto para manter o Yield longo em linha com o desejado quanto para gerar a credibilidade perante o mercado de que perseguirá a sua política. O objetivo do YCT é manter a inclinação entre o Yield do Treasury de 10 a 30 anos e o de 2 anos relativamente baixo e estimular o mecanismo de transmissão do estímulo monetário por meio do juro básico o mais perto possível do piso, da emissão monetária (QE) e da relativamente baixa inclinação da curva de juros dos US Treasuries (YCT).

O aparato monetário colocado na mesa norte-americana para estimular a retomada econômica é muito poderoso e tem implicações sobre a valorização das bolsas e dos ativos imobiliários nos EUA. Ao mesmo tempo, num primeiro momento, ela implica a desvalorização do dólar com relação à cesta de moedas de economias desenvolvidas. Nesse contexto, a preocupação do Fed será principalmente estimular a economia e, simultaneamente, monitorar as condições financeiras para que não haja a formação de bolhas de ativos financeiros. O tamanho da ociosidade no mercado de trabalho e na utilização da capacidade produtiva instalada, que tende a perdurar até o final de 2022, parece indicar que os eventuais efeitos inflacionários da desvalorização do dólar são as menores preocupações do Fed nesse contexto.

Objetivo do Fundo:

O Fundo Kairós Macro FIC FIM aplica no mínimo 95% do seu patrimônio em cotas do fundo Kairós Macro Master FIM, que 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*
 - **Investimento Inicial:** R\$ 20.000,00 (Investidores conta e ordem R\$ 1.000,00)
 - **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 no resgate
- * Respeitando a *High Watermark*, pagos semestralmente ou

Gestor:
Kairós Capital Gestão de Recursos Ltda
CNPJ: 31.602.001/0001-30
Rua Baltazar da Veiga, 634 – 10º andar
CEP 04510-001 São Paulo – SP – Brasil
Tel.: 011 3135-7730
www.kairoscapital.com.br
contato@kairoscapital.com.br

Administrador:
BNY Mellon Serviços Financeiros S/A
CNPJ: 02.201.501/0001-61
Av. Presidente Wilson, 231, 11º andar
CEP 20010-905 – Rio de Janeiro – RJ – Brasil
Tel.: 021 3219-2600 – Ouvidoria 0800 725-3219
www.bnymellon.com.br
Lâmina e Regulamento do fundo: [Acesse](#)

Custodiante:
BNY Mellon Banco S/A
CNPJ: 42.272.526/0001-70
Av. Presidente Wilson, 231, 10º andar
CEP 20010-905 – Rio de Janeiro – RJ – Brasil
Tel.: 021 3219-2600 – Ouvidoria 0800 725-3219
www.bnymellon.com.br

Auditor:
KPMG Auditores Independentes
CNPJ: 57.755.217/0001-29
Av. Almirante Barroso, 52, 4º andar
CEP 20021-290 – Rio de Janeiro – RJ – Brasil
Te: 021 3515-9400
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

A Kairós Capital Gestão de Recursos Ltda. (Kairós Capital) não comercializa e nem distribui cotas de fundos ou qualquer outro ativo financeiro. Este material 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 do formulário de informações complementares, a lâmina de informações essenciais e o regulamento antes de 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 de fundos de longo prazo. Qualquer divulgação de informação sobre os resultados dos fundos só poderá ser feita, por qualquer meio, após um período de carência de 6 (seis) meses, a partir da data da primeira emissão de cotas. A data de constituição do fundo Kairós Macro FIC FIM é o dia 30 de abril de 2019. Este material não pode ser copiado, reproduzido ou distribuído a terceiros sem a expressa concordância da Kairós Capital.

 Autorregulação
ANBIMA

Gestão de Recursos