

EUA: política fiscal, monetária e queda de braço

Há um consenso atualmente sobre a economia norte-americana: a sua recuperação, assim como a de várias outras emergentes e desenvolvidas, ocorre em formato de V. Sem dúvida, as intensidades variam entre elas. Exemplarmente, o crescimento econômico projetado dos EUA salta aos olhos ao revelar que a mediana das expectativas sobre a expansão e o desemprego projetados para 2021 estão em 5,7% e 5,6%, respectivamente. Isso é realmente notável, ainda mais quando lembramos que os EUA encolheram 9,0% no segundo trimestre do ano passado, a taxa de desemprego (dessazonalizada) atingiu 14,8% em abril e a expectativa de queda do PIB do país rondou a mediana de 5,5%, quando – de fato – a variação foi de apenas 3,5%.

Por trás dessa (suposta) história de sucesso econômico dos EUA estão as enormes expansões do balanço do *Federal Reserve* (Fed) e dos gastos governamentais para níveis sem precedentes, mesmo que levemos em conta a crise financeira de 2009, batizada como *Global Financial Crisis* ou *The Great Contraction*. É exatamente nesse ponto que se situa a discussão corrente sobre os riscos de mais impulsos fiscais concomitantes à manutenção de uma política monetária fortemente expansionista. O debate vai desde a tradicional ligação entre expansão fiscal/monetária e aceleração inflacionária até o risco de que a elevação exagerada do déficit e dos gastos fiscais leve o governo federal ao chamado *Fiscal Cliff* (Abismo Fiscal) e ao *Debt Ceiling* (teto de endividamento).

De qualquer modo, qualquer um dos dois riscos, fiscal ou monetário (ou a combinação dos dois), implica a alta atual da curva de juros dos *Treasuries* norte-americanos, principalmente entre os vértices de 5 e 10 anos. Nesta carta, portanto, o foco centrará nas implicações dos contínuos impulsos fiscais sobre a rápida retomada econômica dos EUA e sobre os riscos inflacionários que estão apreçados na curva de juros.

Uma rápida descrição dos impulsos fiscais

O título da carta é uma alusão ao debate que já esteve presente na história da inflação norte-americana no início das décadas de 1980 e 1990. Há economistas que insistem em distinguir a inflação enquanto um fenômeno puramente monetário das suas também prováveis causas fiscais. Isso porque os efeitos inflacionários dos impulsos (ou gastos) fiscais são comumente entendidos como temporários e de curta duração. Eles só persistem enquanto a expansão dos gastos do governo não elevar o prêmio de risco e a curva de juros a ponto de reduzir os dispêndios privados na mesma magnitude. De outro modo, se o governo buscasse evitar tal distorção e as ineficiências associadas a ela, ele buscaria reduzir os gastos o mais rápido possível no curto prazo. Portanto, a inflação provocada pelo impulso fiscal teria um caráter temporário de curta duração.

No entanto, os efeitos dos impulsos fiscais sobre o crescimento da demanda norte-americana por bens e serviços e sobre a inflação podem ser atualmente mais duradouros e impactantes do que o esperado por conta de várias razões. Vejamos as principais:

Em primeiro lugar, há um enorme impulso potencial de demanda associado à elevada poupança feita pelas famílias (estimada entre US\$ 1,1 trilhão e US\$ 1,5 trilhão) a partir das transferências do governo ao setor privado aprovadas pelo Congresso Nacional no ano passado (cujo total foi de US\$ 3,7 trilhões). Essa poupança significativamente maior das famílias norte-americanas pode começar a ser gasta a partir de meados do segundo trimestre ou do início do segundo semestre.

Segundo, o pacote de resgate norte-americano (*The American Rescue Plan*), no valor de US\$ 1,8 trilhão e sancionado no dia 11 de março, garantiu às famílias US\$ 766 bilhões, sendo US\$ 520 bilhões em pacotes de estímulos aos consumidores sob a forma de pagamentos e créditos tributários às famílias com crianças, e US\$ 246 bilhões por meio de seguro-desemprego. O pacote deve garantir estímulos mais duradouros para os consumidores ao

estender os créditos tributários às famílias com crianças para além de 2021 e, provavelmente, ao prolongar a elegibilidade e duração do seguro-desemprego para 2022. Ou seja, isso representa mais estímulo ainda, sobretudo quando a economia dá claros sinais de recuperação em V.

Terceiro, mais impulsos sobre a demanda agregada estão a caminho sob a forma de investimentos em infraestrutura e pesquisa e desenvolvimento. Os detalhes ainda serão definidos na votação no Congresso, mas a sua magnitude, de US\$ 2,2 trilhões ao longo de 10 anos, impressiona. Vale ressaltar que US\$ 1,7 trilhão será destinado à infraestrutura pesada (como transporte e imobiliária urbana) e US\$ 500 bilhões serão alocados em desenvolvimento e capacitação de capital humano.

Finalmente, convém mencionar que o multiplicador de gastos em infraestrutura sobre a renda é relativamente baixo quando comparado com os dois primeiros impulsos descritos acima. Isso nos leva imediatamente à discussão sobre o caráter atual mais duradouro (associado ao efeito multiplicador) dos impulsos fiscais e, conseqüentemente, sobre os efeitos de uma eventual recuperação econômica rápida demais sobre a inflação.

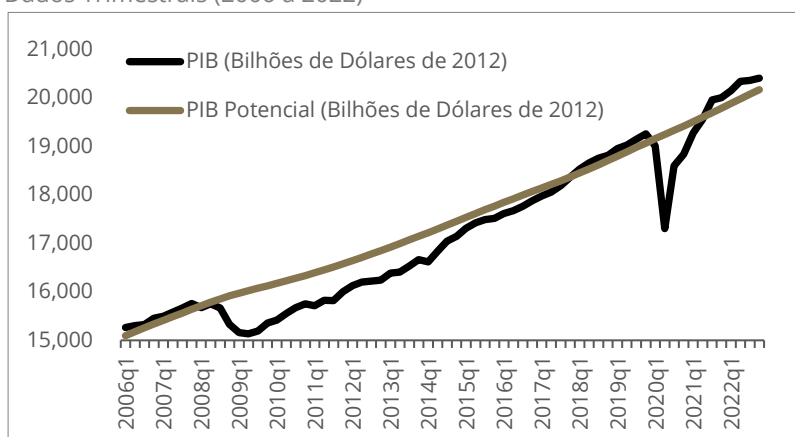
Os impactos dos impulsos fiscais sobre o crescimento do PIB e da renda

Os impulsos (ou gastos) fiscais têm efeitos diretos sobre a renda inicial. Ao mesmo tempo, novas rodadas sucessivas de gastos em consumo e investimento, associadas a progressivos incrementos indiretos de renda, perduram ao longo do tempo, produzindo o chamado efeito multiplicador dos gastos. Atualmente, a disparidade de projeções sobre o valor desse multiplicador é relativamente grande, variando de 0,75 a 1,3! E foi exatamente por isso que a preocupação sobre o aquecimento excessivo da economia norte-americana, a inflação e a necessidade de alta de juros reacendeu tão rapidamente.

Para entender o porquê da intensificação desse debate, basta fazer uma conta simples de quanto o PIB norte-americano deverá crescer em 2021 e 2022 vis-à-vis a sua capacidade normal de expansão, = usualmente chamada de PIB potencial. Para agradar a todos e usar um número intermediário, vamos assumir que o multiplicador seja igual a 0,9 e lembrar que a economia norte-americana estava 3% abaixo do seu potencial no fim de 2020, de acordo com os cálculos do *Congressional Budget Office* (CBO). Como o impulso fiscal em março de US\$ 1,8 trilhão equivale a 9% do PIB, um empuxo dessa magnitude, quando aplicado ao multiplicador de 0,9, levaria o PIB a ultrapassar o seu potencial em 5,1% (= 8,1% - 3,0%) já no primeiro semestre de 2022. Mesmo multiplicadores mais perto do nível mínimo estimado de 0,75 implicariam a economia acima do seu potencial na segunda metade do ano que vem.

PIB efetivo versus PIB potencial

Dados Trimestrais (2006 a 2022)



Fontes: CBO, Kairós Capital

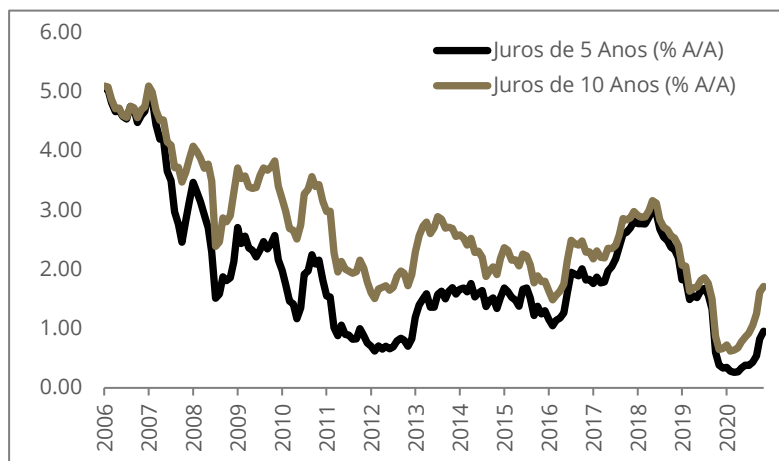
Os riscos inflacionários estão, portanto, dados. Em geral, quando o PIB efetivo está acima do potencial, ou seja, quando o hiato do produto é positivo, o risco inflacionário sobe progressivamente (não-linearmente), pois:

- (i) as demandas setorial e agregada passam a evoluir acima de suas respectivas capacidades de oferta;
- (ii) o mercado de trabalho torna-se sobre demandado;
- (iii) os choques sobre os preços domésticos advindos de preços de commodities mais elevados se propagam mais facilmente pela economia.

Essas três forças têm pressionado as curvas de inflação implícita e de juros nos EUA. Particularmente, o juro do *Treasury* 10 anos está atualmente em 1,7% contra 1% no início do ano. O número também está um pouco abaixo da média de 1,77% registrada no último trimestre de 2019. A curva de juros poderia estar mais elevada ainda, mas a insistência do comitê de política monetária do Fed (FOMC) em manter a taxa básica de juros entre 0% e 0,25% tem sido preponderante para segurar o juro do *Treasury* de 10 anos abaixo de 2%. Mesmo que o impulso fiscal e o hiato do produto positivo eventualmente levem a inflação ao consumidor ao intervalo entre 2,5% e 3% entre a segunda metade de 2021 e 2022, o FOMC não rasgaria o novo arcabouço monetário do *Average Inflation Target* (AIT) tão rápido.

US Treasury de 5 e 10 Anos

Dados Mensais (2006 a 2021)



Fontes: Bloomberg, Kairós Capital

Como já amplamente discutido, o AIT implica elevações de taxa básica de juro só a partir de 2023. O novo arcabouço permite a tolerância da inflação medida pelo núcleo PCE (*Personal Consumption Expenditure*), o qual exclui alimentos e energia, acima de 2% por pelo menos dois anos. É claro que esse intervalo de tempo e o percentual tolerado acima de 2% são discricionários e referenciados no período recente durante o qual a variação do núcleo do PCE ficou abaixo de 2%. Mas, como as declarações dos governadores do Fed e de seu próprio presidente, Jerome Powell, têm ressaltado, a preocupação da instituição com a inflação está mais centrada em sua tendência de ficar abaixo de 2% ao longo de 2021-2022 do que acima de 2,5% durante o mesmo período.

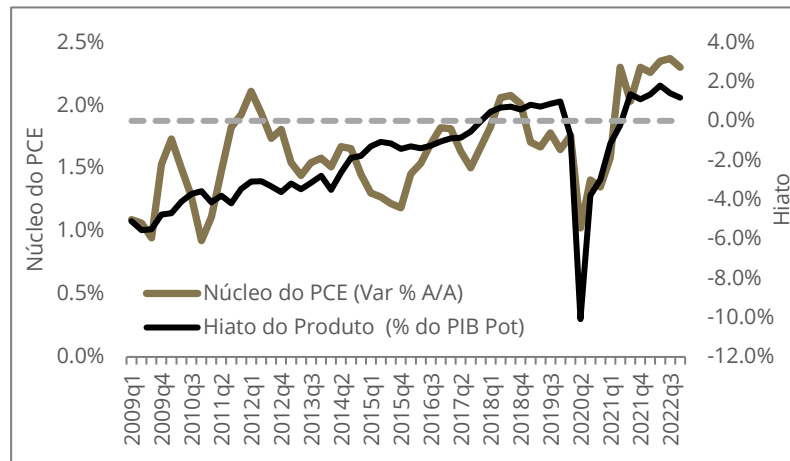
Em nossa opinião, de acordo com o AIT, o Fed continuará insistindo na manutenção da taxa básica entre 0% e 0,25% até (pelo menos) o início de 2023, apesar do impulso fiscal e dos seus efeitos inflacionários via atividade econômica sobreaquecida. Quanto ao juro de 10 anos, não há muito o que fazer: na ponta oposta, o mercado

continuará insistindo na tese da elevação da taxa básica de juro já em 2022, o que pressionaria o prêmio de risco e o juro de 10 anos rumo a 2% no curto prazo. Mesmo assim, o Fed – que é o dono da bola e árbitro do jogo – discursará que a economia já esteve acima do seu potencial em vários momentos desde 2009 e que a inflação anual, medida pelo núcleo do PCE, raramente ultrapassou 1,5% persistentemente, valor bem inferior aos 2% que o Fed tende a perseguir no longo prazo.

Finalmente, dados os choques de commodities, os impulsos e a recuperação da economia norte-americana, é provável que o núcleo do PCE ultrapasse 2,0% entre o segundo semestre de 2021 e o primeiro semestre de 2022. No entanto, ele ficará (persistentemente) em 2,5% ou 3%? Os nossos modelos apontam para a vizinhança de 2,5%, pois os choques de commodities e os impulsos fiscais tendem a perder força principalmente a partir do início do ano que vem e a se dissiparem na segunda metade de 2022. Estão dadas a largada e a queda de braço...

PIB efetivo menos potencial (hiato) versus inflação (núcleo do PCE)

Dados Trimestrais



Fontes: CBO, BEA, Kairós Capital

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*
- * Respeitando a *High Watermark*, pagos semestralmente ou no resgate
- **Investimento mínimo inicial:** R\$ 20.000 (Investidores conta e ordem R\$ 500)
 - **Valor mínimo resgate:** R\$ 10.000 (Investidores conta e ordem R\$100)
 - **Saldo Mínimo:** Não há (Investidores conta e ordem R\$100)
 - **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
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



KAIROS
CAPITAL

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.



Gestão de Recursos

Signatory of:

