

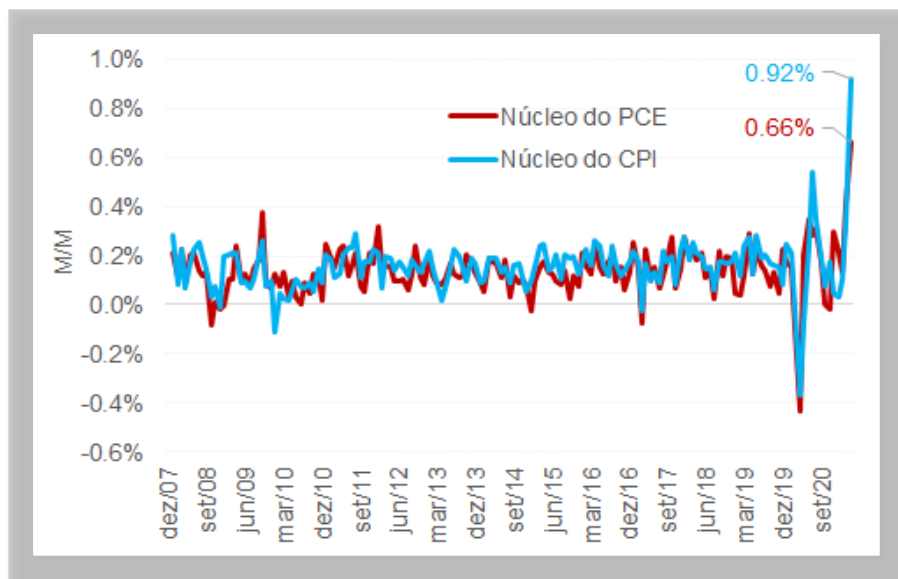
## Transitoriedade, inflação e tolerância

A palavra mais escutada ultimamente nos meios econômicos e financeiros tem sido transitoriedade. É claro que tudo é transitório na vida, mas a passagem de um determinado estado da natureza para outro pode levar mais tempo do que esperado ou desejado. Nos EUA, o rápido crescimento econômico, os efeitos inflacionários das altas dos preços de commodities, os impulsos fiscais, as pressões sobre o mercado de trabalho e a resultante aceleração da inflação têm sido considerados fenômenos transitórios pelas autoridades fiscal e monetária. No Brasil, o Banco Central considera a inflação relativamente alta como momentânea, de modo que a elevação requerida da Selic deve seguir, por enquanto (olha a transitoriedade batendo à porta novamente), a prescrição do ajuste parcial rumo ao intervalo entre 5,0% e 6,0% no final de 2021. Apesar da lenta queda do desemprego, a recuperação da atividade econômica, as altas dos preços das commodities e a incerteza fiscal são os três fenômenos por trás da resiliência (momentânea) da inflação. Nesta carta, concentraremos a atenção na persistência inflacionária norte-americana por reunir todas as condições para uma duração relativamente longa.

Os núcleos da inflação de abril medidos pelo Consumer Price Index (CPI) e pelo Personal Consumption Expenditure (PCE), que excluem alimentação e energia, atingiram os níveis mensais mais altos desde a Grande Recessão, que foi de dezembro de 2007 a junho de 2009 (ver o gráfico a seguir). Os seus patamares anuais correspondem a 3,0%, suscitando o debate sobre o período de tempo caracterizado pela alta inflação e sobre o arcabouço apropriado para diagnosticar a persistência inflacionária elevada.

### Núcleos do PCE, CPI: Variações % Mensais

Dezembro/07 a Abril/21



Fontes: BEA, BLS, Kairós Capital

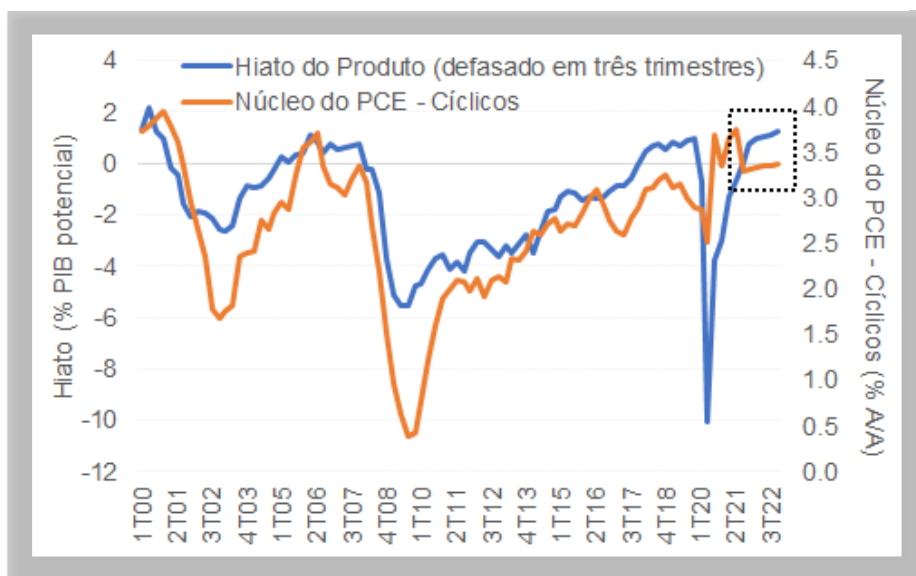
Sob o risco de simplificar a análise, nós elegemos três elementos fundamentais para avaliar a resistência inflacionária nos EUA:

- (i) as expectativas de inflação;
- (ii) o hiato do produto, que é dado pela diferença entre o nível efetivo do PIB e o seu patamar no qual emprego e capacidade produtiva seriam normalmente utilizados;
- (iii) e os custos dos insumos, sujeitos aos choques de preços das commodities, e do trabalho.

Os dois primeiros itens são suficientes para analisarmos a temporalidade da inflação. A fim de entender a influência do hiato do produto sobre o núcleo do PCE, que é o índice utilizado pela autoridade monetária para decidir a trajetória da taxa do Fed Funds, é necessário subdividir a variação do seu núcleo em itens cíclicos e acíclicos. Seguindo a metodologia do artigo publicado por Tim Mahedy e Adam Shapiro no Economic Letter do Fed de São Francisco em 2017<sup>1</sup>, os itens cíclicos (como bens de capital e bens de consumo duráveis e não duráveis) são aqueles que acompanham a trajetória do hiato do produto ao longo do tempo. Os itens acíclicos, por seu turno, são aqueles caracterizados por mais rigidez de preços, como os serviços de saúde, financeiros, educacionais, vestuário e serviços de transporte. O gráfico abaixo mostra, primeiramente, a relação procíclica entre a inflação anual dos bens cíclicos e o hiato do produto.

## Hiato do produto x $\Delta\%$ anual dos itens cíclicos

Simulação: 2T21 - 4T22



**Fontes:** CBO, BEA, Fed São Francisco, Kairós Capital

<sup>1</sup> Ver *What's Down with Inflation?* de Tim Mahedy e Adam Shapiro, *FRBSF Economic Letter*, 27 de novembro de 2017.

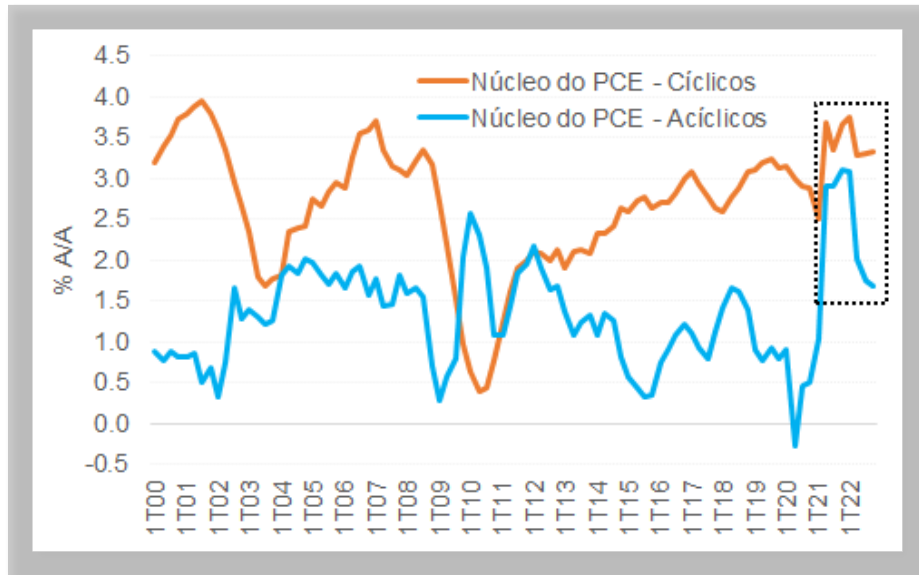
A partir do segundo trimestre de 2021, dado o crescimento do PIB entre 6,5% e 7,5% esperado para o ano, a atividade econômica rodará acima do seu potencial (em outras palavras, o hiato do produto irá se tornar positivo). Enquanto o hiato do produto for significativamente positivo, ele contribuirá para que a inflação anual dos bens cíclicos permaneça elevada, perto de 3,4% por trimestre (em média). Pode-se argumentar que este contexto seria suficiente para induzir o Fed a ficar impaciente e a elevar a taxa básica de juro já no início de 2022; entretanto, duas forças mitigam a pressão sobre a variação do núcleo do PCE proveniente do hiato do produto positivo e da elevada inflação de cíclicos ao longo do 2S21 e de 2022, conotando mais paciência do Fed com a transitoriedade:

- (1) a provável alta do PIB potencial em função da volta da força de trabalho às fileiras da população economicamente ativa (PEA) e a maturação dos investimentos privados, principalmente equipamentos leves e de alta tecnologia. De fato, na medida em que a transferência direta de recursos governamentais para as famílias diminuir e terminar em setembro/21, a PEA tenderá a aumentar, de modo que trabalhadores mais eficientes serão contratados a custos unitários relativamente mais baixos. Ao mesmo tempo, os investimentos privados em equipamentos e software, residenciais e em propriedade intelectual realizados entre o 3T20 e o 4T21 tenderão a maturar ao longo de 2022, a elevar o PIB potencial e a diminuir o hiato do produto positivo. Para se ter uma ideia, os três componentes do investimento mencionados cresceram, respectivamente, 4%, 11% e 3% anualmente (em média) entre setembro de 2020 e março de 2021 e;
- (2) os itens acíclicos, caracterizados por mais rigidez, pesam bem mais no núcleo do PCE do que os cíclicos. Segundo os nossos cálculos, a inflação anual de cíclicos responderá por 38% do núcleo do PCE, de modo que a maior parte da inflação do índice (62%) dependerá da evolução dos itens acíclicos, notadamente dos segmentos de serviços de saúde e habitação, os quais – de acordo com as nossas estimativas – pesarão 29% e 31% no núcleo do PCE, respectivamente.

Portanto, mesmo que o PIB potencial demore a crescer e a inflação de cíclicos continue pressionada, o Fed parece acreditar que a inflação de acíclicos permanecerá mais comportada e rígida como tem sido ao longo dos ciclos (ver o gráfico a seguir), eventualmente mais do que compensando a elevada inflação de cíclicos no núcleo do PCE ao longo de 2021. Para o ano que vem, o Fed parece apostar que a conjugação de um mercado de trabalho mais ativo e eficiente com a maturação dos investimentos privados realizados no 2S20 e em 2021 gerará aumento de produtividade e de produto potencial, o que deve conter as pressões inflacionárias que caracterizarão 2021.

## Δ% anual dos itens cíclicos e acíclicos do núcleo do PCE

Simulação: 2T21 ao 4T22



Fontes: BEA, Fed São Francisco, Kairós Capital

A fim de checar a consistência dos números frios à luz de hipóteses acima, vale a pena fazer um exercício simples com o comportamento da inflação em 2021 e 2022 para entender o espírito paciente do Fed e a aposta na efemeridade da alta do núcleo do PCE ao longo dos próximos 12 meses. Portanto, assumindo que a inflação de cíclicos consistente com o hiato do produto positivo (e pressionado) mostre resiliência entre 3,7% e 3,4% em 2021 e 2022, respectivamente, a média da inflação anual de acíclicos teria que encerrar o último trimestre de 2021 em 1,8% e em 1,3% em 2022 para que o núcleo do PCE fechasse 2021 e 2022 em 2,5% e 2,0%, respectivamente. Este cenário é exatamente o que o

Fed deseja. No entanto, neste contexto, a queda da inflação mensal do núcleo do PCE consistente com as variações anuais simuladas teria que ser muito abrupta. Particularmente, em 2021, o núcleo do PCE teria que desacelerar de 0,66% em abril para as médias mensais por trimestre ao longo de 2021 e 2022 descritas na tabela abaixo. Este exercício mostra a dose de otimismo contida na leniência do Fed.

### Δ% do núcleo do PCE

2T21 ao 4T22

	Média Mensal (%)
2T21	0.42
3T21	0.11
4T21	0.09
1T22	0.17
2T22	0.18
3T22	0.15
4T22	0.16

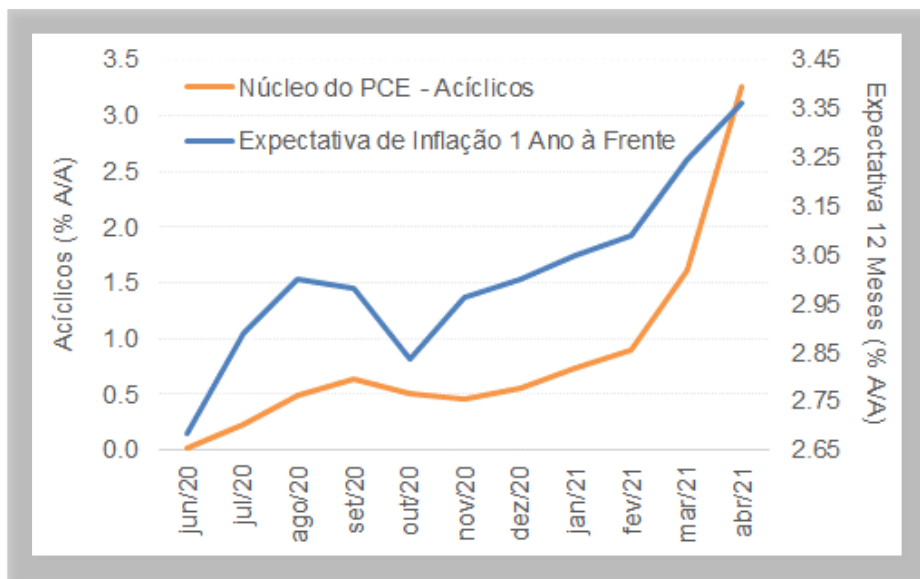
Fontes: BEA, Fed São Francisco, Kairós Capital

As médias mensais a cada trimestre de 2022 parecem bem razoáveis para que o núcleo do PCE convirja para 2% no final do ano que vem. No entanto, diante do contexto atual de sobreaquecimento da atividade econômica, de alta dos preços de commodities e das distorções no mercado de trabalho provocadas pelos impulsos fiscais, a convergência mensal da inflação em 2021 descrita na tabela parece demasiadamente rápida e abrupta. Mais uma vez, tudo é transitório, mas pode custar mais caro e levar mais tempo do que o esperado pelo Fed.

Os custos da paciência com a inflação relativamente elevada no curto prazo são, em primeiro lugar, as surpresas inflacionárias, a deterioração das expectativas de inflação 12 meses à frente e a necessidade de o Comitê de Política Monetária (FOMC) ter que elevar o juro acima do nível normal necessário para conter a piora das projeções de inflação e de sua trajetória ao longo de 2021 e 2022. Em abril, sintomaticamente, a inflação anual de acíclicos do núcleo do PCE acelerou em relação às expectativas de inflação 12 meses à frente. As nossas simulações indicam que a eventual persistência desse descompasso limita muito a convergência da inflação anual de acíclicos para níveis próximos dos 1,8% e 1,3% almejados pelo Fed em, respectivamente, 2021 e 2022.

## Δ% acíclicos (núcleo PCE) e das expectativas de inflação

Junho/20 a Abril/21

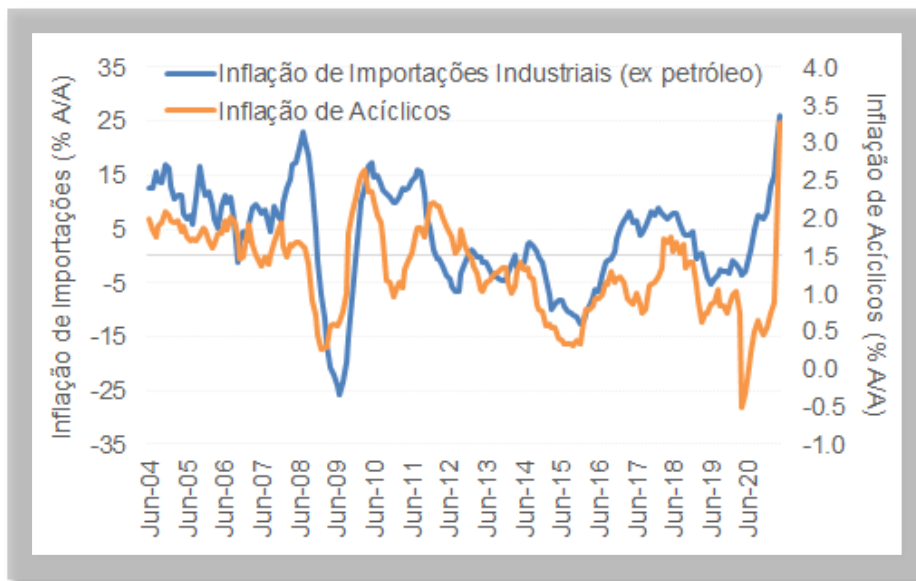


Fontes: BEA, Fed São Francisco, Fed Nova Iorque, Kairós Capital

Em segundo lugar, a inflação de acíclicos do núcleo do PCE está sujeita aos choques aleatórios de preços ao longo do tempo advindos tanto das commodities quanto das quebras de oferta na cadeia de insumos industriais. No entanto, choques aleatórios de preços das commodities geralmente revertem à média e as quebras das cadeias de oferta de insumos industriais são normalmente regularizadas ao longo do tempo (em um ano, em geral). Estas regularidades econômicas explicam parcialmente a relativa tranquilidade do Fed com os choques de preços de commodities e com a quebra da cadeia de suprimentos industriais. No entanto, como o gráfico abaixo descreve, a disrupção da oferta global dos insumos e componentes industriais tem provocado a alta atual da inflação anual

dos bens industriais importados (como o petróleo) e, por conseguinte, a aceleração e a permanência da inflação de acíclicos em patamares relativamente elevados. A sucessão temporal deste tipo de choque e a lentidão da sua regularização colocam em xeque a convergência da inflação tanto de acíclicos para 1,8% em 2021 e 1,3% em 2022 quanto do núcleo do PCE para 2,5% e 2,0 no mesmo período.

**Δ% acíclicos e da inflação de componentes industriais importados**  
Junho/04 a Abril/21



**Fontes:** BLS, Fed São Francisco, Kairós Capital

Diante de eventuais choques adicionais de preços de commodities industriais e não industriais, de impulsos tanto fiscais quanto de liquidez privada e de aumentos do custo do trabalho por indisponibilidade de oferta de mão de obra gerada pela continuidade de transferências diretas de auxílios governamentais às famílias, a transitoriedade inflacionária tende a se perpetuar. Mesmo assim, como afirmamos em nossa carta mensal de março, o Fed continuará insistindo na tecla dos discursos e de testemunhos sobre a inflação passageira. A insistência continuará concentrada nos momentos, a partir de 2009, em que a economia esteve acima do seu potencial e em que a inflação anual (medida pelo núcleo do PCE) raramente tenha ultrapassado 1,5% persistentemente, valor bem inferior aos 2% que o Fed pretende perseguir em 2022 e, principalmente, em 2023.



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. 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:

