

Decisões Difíceis, Momentos Excepcionais, Efeitos Adversos?

As decisões globais usualmente econômicas adquiriram recentemente sabores políticos e, diante disso, as consequências podem ser ruins para o desempenho da atividade real e do PIB no médio e longo prazo. **Começando pela ópera chinesa**, as ações do governo central na busca por maior regulação da educação, da tecnologia e do varejo por aplicativos até o cancelamento de IPOs (como o do grupo Ant, braço financeiro do conglomerado Alibaba) trazem incerteza sobre os investimentos no setor varejista e de alta tecnologia, ainda mais quando envolvem Big Data. O efeito mais provável destas medidas é a queda do potencial de crescimento chinês para abaixo de 6% a partir de 2023 (com reflexos já em 2022).

Nos EUA, o destaque monetário e fiscal transparece por meio do balanço do Fed em US\$ 8,2 trilhões e da expansão de gastos planejada pelo governo Biden em US\$ 5,1 trilhões nos próximos 8 anos. A expansão fiscal e monetária embala a recuperação desejada do emprego justamente quando o PIB atingiu no 2T21 um nível levemente acima do 4T19 com a taxa de desemprego de junho 1,6x o seu nível em dezembro de 2019. Portanto, o Fed deve manter o seu balanço quase duas vezes acima do seu nível em fevereiro do ano passado, enquanto a taxa de desemprego não ceder para o intervalo entre 3,5% e 4% e as minorias na população economicamente ativa (PEA) não forem absorvidas pela expansão econômica. O custo disso é a manutenção da taxa do Fed Funds entre 0% e 0,25% até meados de 2023 e a persistência inflacionária.

Por fim, o **Brasil** enfrenta os choques inflacionários por conta tanto da quebra da cadeia global de componentes industriais quanto das elevações da tarifa de energia elétrica e dos preços dos alimentos no domicílio, ambas associadas ao clima muito seco e frio. Os choques e suas consequências sobre a inflação em 2021 e 2022 demandam o aumento da Selic para 7,5% no ano, mesmo com elevado desemprego e atividade econômica abaixo do seu potencial. Infelizmente, a política monetária restritiva age horizontalmente ao desestimular a atividade, enquanto a aceleração inflacionária concentrada na energia elétrica e nos alimentos afeta mais acentuadamente as camadas de renda familiar muito baixa até média baixa. Este quadro limita a recuperação econômica, mas leva o poder executivo a buscar mais estímulos fiscais, exatamente na contramão da alta de juros perseguida pelo Banco Central. Esta é uma combinação de políticas econômicas opostas que implica dificuldades na perseguição tanto da meta de inflação de 3,5% quanto do crescimento do PIB acima de 2% no ano que vem.

A introdução acima fornece o plano de fundo para resultados opostos nas três economias que podem levar a frustrações com o crescimento econômico ou com controle inflacionário no médio e longo prazo.

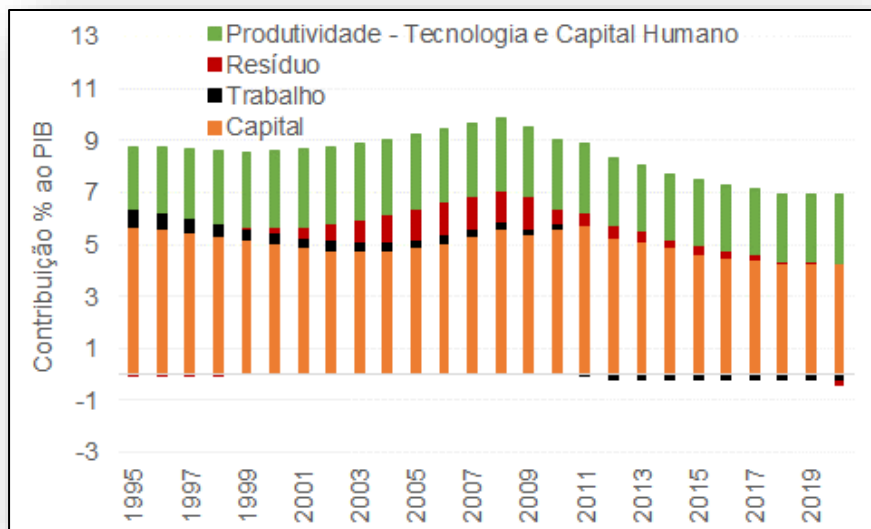
Negócios da China e desaceleração econômica

A repentina ação chinesa na direção de mais regulação de setores com potencial de elevada geração de produtividade não só destruiu o valor de mercado de quase US\$ 100 bilhões no mercado de educação, mas também gerou o risco de comprometer a continuidade da expansão da produtividade

dos fatores de produção (PTF), os quais se subdividem em trabalho e capital produtivo e humano. Grande parte da contribuição anual ao PIB chinês (entre 1995 e 2020) do capital, do trabalho e da PTF está associada à evolução tecnológica e ao desenvolvimento da qualificação da força de trabalho (o chamado capital humano). Há ainda um resíduo que resulta dos nossos cálculos, mas não é fundamental para a discussão.

China: Contribuições Anuais dos Determinantes do PIB Chinês

1995 a 2020



Fontes: CEIC, Kairós Capital

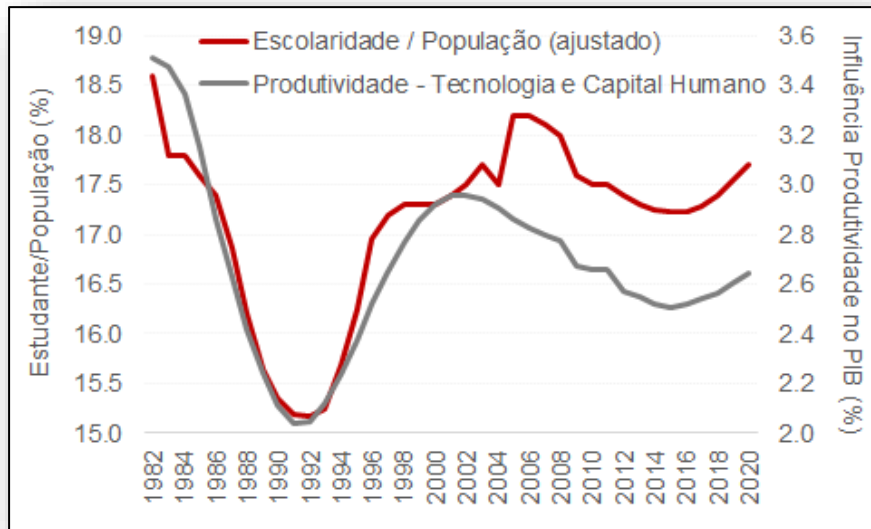
As contribuições do capital e da PTF têm sido os determinantes mais importantes do crescimento chinês, principalmente a partir de 2010. Logo, as medidas regulatórias das autoridades chinesas na direção da tecnologia (incluindo o setor varejista por aplicativo) e da educação vão na contramão da continuidade da expansão da PTF. A desaceleração da PTF significa que o crescimento real de médio e longo prazo da China tende a desacelerar para média de 5,4% entre 2021 e 2025 e 4,8% entre 2026 e 2030.

A saída para manter o crescimento do PIB perto de 6% seria por meio dos investimentos governamentais, principalmente em infraestrutura. No entanto, boa parte deles é realizada pelas províncias, as quais têm déficits fiscais perto de 10% do PIB. Portanto, esta solução pode criar rombos orçamentários provinciais suficientes para desacelerar o PIB em alguns anos por conta do aumento do risco fiscal consolidado.

Além disso, a qualificação da mão de obra e do capital humano, medida pela razão entre escolaridade e população (atualmente em 17,7%, segundo os nossos cálculos), tem respondido por boa parte da alta da PTF. Portanto, a regulação truculenta principalmente da educação secundária e primária, que respondem, respectivamente, por 6,7% e 7,9% da razão entre escolaridade e população, tem

implicações restritivas sobre o PIB, dificilmente compensáveis por elevações de gastos governamentais em ativos fixos.

China: Razão Escolaridade / População x PTF (tecnologia e capital humano) 1982 a 2020



Fontes: CEIC, Kairós Capital

As ações do governo devem, portanto, desacelerar o PIB no médio e longo prazo, fazendo com que os produtos potencial e efetivo desaqueçam da média de 7% entre 2011 e 2020 para 5% entre 2021 e 2030.

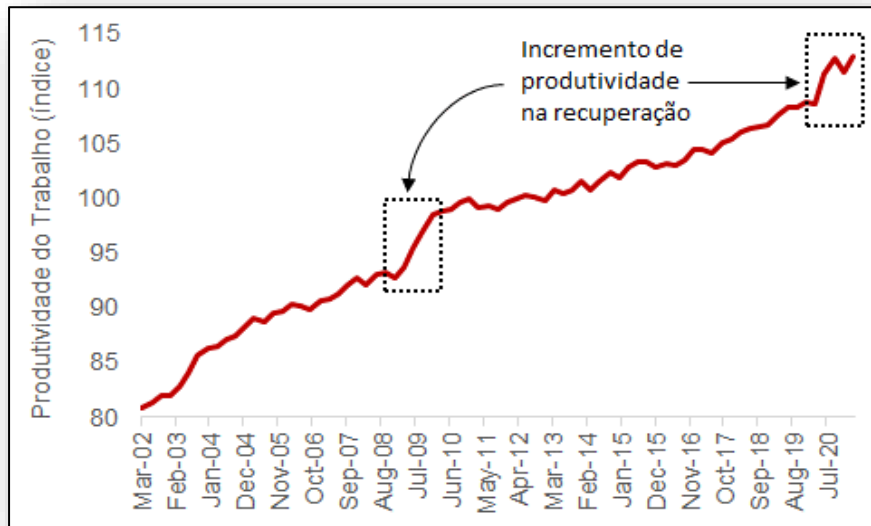
A cavalaria fiscal e monetária Norte-Americana em prol do PIB e do emprego

O PIB norte-americano, ao expandir 1,6% no 2T21 em relação ao trimestre anterior, trouxe a economia a um patamar 0,8% superior ao seu nível no 4T19 com o desemprego (no 2T21) 1,6x maior do que em dezembro de 2019. Isto é reflexo da alta da produtividade que caracteriza as recuperações imediatamente após as recessões, mas pode implicar a permanência da taxa de desemprego em patamares mais altos.

Se o aumento de produtividade implicar maior racionalização de processos produtivos e especialização da força de trabalho e de produtos, o desemprego tende a permanecer mais elevado do que 4% em 2022. No entanto, o Fed tende a seguir o objetivo do emprego máximo, buscando o desemprego perto de 3,5% no ano que vem e em 2023. Portanto, no âmbito da política monetária, a desaceleração da compra de ativos deverá começar apenas em dezembro/21. Além disso, a desaceleração da compra de ativos pelo Fed em dezembro e ao longo do primeiro semestre de 2022 deve se dar à velocidade de US\$ 15 bilhões a US\$ 20 bilhões por mês em relação aos US\$ 120 bilhões mensais atualmente.

EUA: Produtividade do Trabalho

1T02 a 1T21



Fontes: CEIC, Kairós Capital

Ao buscar o desemprego em 3,5%, o Fed deseja, sobretudo, a absorção das minorias que tendem a engrossar a PEA à medida que as transferências governamentais às famílias emagrecem e zerem em setembro. Portanto, dada a velocidade de desaceleração da compra de ativos, o Fed sente-se confortável com o valor de seu balanço perto de US\$ 9,06 trilhões em maio ou de US\$ 9,18 trilhões em julho (nossos cálculos), apesar dos riscos de sobreaquecimento da economia e de permanência da inflação em patamares relativamente mais altos.

Simultaneamente ao elevado risco inflacionário (os núcleos da inflação ao consumidor, CPI e PCE, rodam atualmente em 4,5% e 3,5%, respectivamente), o juro do Treasury de 10 anos encontra-se bastante baixo, perto de 1,2% ao ano, em parte influenciado pela distorção gerada pelas compras mensais de US\$ 80 bilhões em títulos do tesouro pelo Fed.

Portanto, as ações governamentais vão na direção da excessiva expansão monetária e fiscal (a intenção da administração Biden é aprovar o aumento de despesas de US\$ 5,1 trilhões em 8 anos em infraestrutura, bem-estar social e formação profissional) com o objetivo de emprego máximo tanto agregado quanto por segmentação (por gênero, raça, qualificação e idade). Comparando com a China, o ajuste macroeconômico resultante destas políticas recai especificamente sobre a persistência inflacionária em 2021 e 2022 e sobre o nível (resultante) mais alto de preços a partir de 2023.

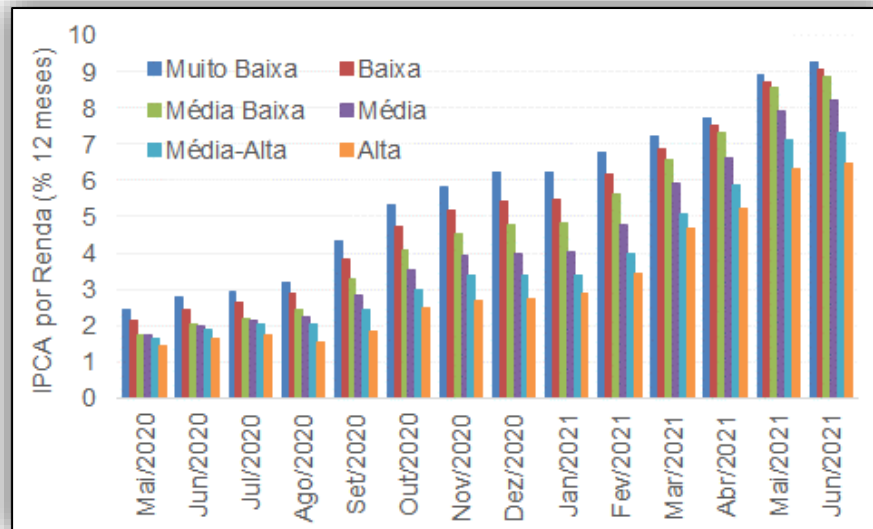
Política econômica da Jabuticaba: contração monetária versus expansão fiscal

Os choques inflacionários gerados por adversidades climáticas e pela interrupção da cadeia de oferta global de insumos industriais vêm acelerando a inflação brasileira desde o segundo semestre de 2020,

levando o IPCA em 12 meses para 8,3%. A seca eleva a inflação tanto dos preços administrados por meio dos fortes reajustes das tarifas de energia elétrica quanto dos alimentos no domicílio, os quais acumulam altas em 12 meses de 15,3% e 14,2% até junho, respectivamente, piorando muito a distribuição de renda.

Brasil: Inflação por Faixa de Renda Acumulada em 12 Meses

Maio/20 a Junho/21



Fontes: Ipea, Kairós Capital

A forte inflação dos itens mencionados acima (incluindo a significativa alta em 12 meses de 24,2% do gás de botijão) afeta diretamente a cesta básica e reduz consequentemente o poder real de compra principalmente das famílias de renda muito baixa, baixa e média baixa. O gráfico anterior mostra a diferença da inflação em 12 meses entre as categorias que vão da renda muito baixa até média baixa e as que vão da média até alta. Como a disposição a consumir cai progressivamente das classes de renda mais baixa até as de renda mais alta, a inflação mais elevada concentrada nos segmentos de renda média e inferiores reduz o potencial de crescimento econômico mais acelerado em 2022.

Qual é a política econômica a ser seguida? O Banco Central busca a alta da Selic para 7,5% no final do ano (de acordo com a mediana das projeções) a fim de levar a variação do IPCA projetada para 2021 em 6,56% para 3,25% no ano que vem, abaixo da mediana das projeções atualmente em 3,8%. O problema é que, do ponto de vista da inflação, a política monetária limita a recuperação do emprego, principalmente da classe de renda muito baixa até média.

Simetricamente, a fim de aliviar os efeitos da inflação e do desemprego sobre as classes mais baixas e visando as eleições do ano que vem, o executivo batalha para turbinar o Bolsa Família e eventualmente prorrogar o auxílio emergencial além de outubro de 2021. Estas manobras podem custar de R\$ 45 bilhões a R\$ 65 bilhões aos cofres públicos, implicando impulsos fiscais que contribuem para a piora do déficit primário fiscal em 2021 e 2022, ainda mais se a intenção de

integrantes da ala política do governo na direção da ampliação do teto de gastos no ano que vem se concretizar.

Quando a política fiscal brasileira não complementa a monetária, podendo trilhar a expansão, o custo da política econômica tende a ser maior do que no caso da China e dos EUA. Os impactos aparecem por meio de menor crescimento do produto e do emprego em contexto de maior persistência inflacionária.

Em resumo (geral), o resultado das escolhas das políticas econômicas em cada caso analisado custa menos produto efetivo e potencial no médio e longo prazo na China, inflação persistente em contexto de sobreaquecimento econômico nos EUA em 2021 e 2022 e baixo crescimento perto de 2% em 2022 no Brasil, em contexto de persistência inflacionária. O quadro brasileiro, como usual, apresenta as maiores fragilidades, ainda mais diante de (eventual) conturbado contexto eleitoral e fiscal em 2022.



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:

