

## Temporada de Profecias - 2022

“Most successful pundits are selected for being opinionated, because it's interesting, and the penalties for incorrect predictions are negligible. You can make predictions, and a year later people won't remember them.”

Daniel Kahneman

Em toda virada de ano a caixa postal de investidores (profissionais ou não) fica abarrotada com as previsões e recomendações de investimentos para o ano seguinte. **Vamos aqui nos abster de vestir o jaleco de oráculos e apenas tentar entender os principais vetores que se apresentam na economia e na política global e local neste começo de ano.**

**Um bom exercício de humildade é revisitar o boletim Focus do Banco Central de um ano atrás e fazer uma comparação com o que ocorreu.** Em dezembro de 2020, a média do mercado financeiro previa uma inflação de 3,3% e uma taxa Selic encerrando o ano em 3,1%, algumas boas léguas do que realmente aconteceu. Sim, 2021 foi atípico, mas o Focus mantém a tradição de nunca acertar a maioria de suas previsões de fim de ano. O período apenas se tornou mais chamativo.

## Relatório de mercado - Focus

31/dezembro/2020

Mediana - Agregado	2020					2021				
	Há 4 Rel. de Mercado	Último Rel. de Mercado	Hoje	Comp. semanal *	Resp. **	Há 4 Rel. de Mercado	Último Rel. de Mercado	Hoje	Comp. semanal *	Resp. **
IPCA (%)	4,21	4,39	4,38	▼ (1)	118	3,34	3,34	3,32	▼ (2)	118
IPCA (atualizações últimos 5 dias úteis, %)	4,25	4,39	4,38	▼ (2)	36	3,33	3,34	3,34	== (1)	36
PIB (% de crescimento)	-4,40	-4,40	-4,36	▲ (1)	70	3,50	3,49	3,40	▼ (1)	70
Taxa de câmbio - fim de período (R\$/US\$)	5,22	5,14	-	-	-	5,10	5,00	5,00	== (2)	99
Meta Taxa Selic - fim de período (% a.a.)	2,00	-	-	-	-	3,00	3,13	3,00	▼ (1)	103
IGP-M (%)	24,09	23,75	-	-	-	4,73	4,66	4,58	▼ (3)	67
Preços Administrados (%)	2,33	2,57	2,70	▲ (6)	27	4,27	4,20	4,11	▼ (2)	27
Produção Industrial (% de crescimento)	-5,00	-5,00	-5,00	== (4)	11	5,00	5,00	4,78	▼ (1)	10
Conta Corrente (US\$ bilhões)	-4,22	-4,50	-4,60	▼ (1)	18	-16,00	-15,00	-16,00	▼ (1)	18
Balança Comercial (US\$ bilhões)	58,00	55,55	55,05	▼ (4)	20	56,50	55,10	55,10	== (2)	20
Investimento Direto no País (US\$ bilhões)	43,15	40,00	40,00	== (2)	19	60,00	60,00	60,00	== (7)	19
Dívida Líquida do Setor Público (% do PIB)	66,10	65,00	64,60	▼ (6)	19	68,10	66,60	66,30	▼ (8)	19
Resultado Primário (% do PIB)	-11,50	-10,60	-10,60	== (1)	21	-2,90	-3,00	-3,00	== (2)	21
Resultado Nominal (% do PIB)	-15,31	-15,00	-15,00	== (2)	19	-7,00	-7,00	-7,00	== (4)	19

Fonte: Banco Central do Brasil

## Brasil

**Estruturalmente o Brasil é um país que tem alto endividamento público e cresce muito pouco para estabilizar ou mesmo reduzir esse endividamento.** Desde 1980 nosso crescimento médio anual foi de 2,3% e, na última década, de apenas 1,2%. A perspectiva para o futuro não é animadora, partindo de que o crescimento do PIB é o resultado da produtividade (baixa, pois não temos tecnologia ou educação) multiplicada pelo crescimento da população ativa (baixa, ao redor de 1% aa).

Isso é algo para mantermos em mente, o Brasil tem um crescimento de PIB potencial baixo, algo ao redor de 1,5% e com tendência decrescente. Um grande esforço reformista teria de ser feito para que

o ganho de produtividade compensasse o inevitável envelhecimento da população. **O atual debate político não nos deixa animados acerca deste esforço reformista.**

Sobre o nosso endividamento, temos uma dívida bruta de cerca de 82% do PIB, certamente uma das maiores entre os principais países emergentes. Uma variável relevante para estimarmos a trajetória de endividamento é a taxa de juros real neutra (isto é, não induz a aceleração ou desaceleração inflacionária, com o hiato de produto zerado). Há pouco tempo o nosso BC a considerava como 3% a.a. E em recente pesquisa com o mercado, após as desventuras fiscais ocorridas em 2021, a estimativa é de que ela seria de 4% a.a., sendo que a própria autoridade monetária considerou em seu último relatório trimestral de inflação que ela estaria em 3,5% a.a. Na tabela abaixo fizemos uma matriz em que cruzamos diversos cenários de juro real com outros de crescimento, assumindo que a nova regra do teto permaneça até 2030. Com isso, chegamos ao endividamento bruto (em relação ao PIB) que teremos em 2030. **Como pode ser observado, necessitamos de um milagre apenas para ficarmos onde já estamos.**

## Endividamento Bruto em função da Taxa de Juro Neutra e do Crescimento do PIB Real 2023 a 2030

		Crescimento do PIB Real entre 2023 e 2030 (A/A%)				
		0,50	1,00	1,50	2,00	2,50
Taxa de Juro Neutra (% a.a.)	2,50	94,3	90,8	87,5	84,4	81,4
	3,00	96,2	92,7	89,3	86,1	83,0
	3,50	98,2	94,6	91,1	87,9	84,7
	4,00	100,2	96,5	93,0	89,7	86,5
	4,50	102,2	98,5	94,9	91,5	88,2

Fonte: Kairós Capital

A tabela deixa claro que estruturalmente a situação do Brasil não é animadora, dadas as prioridades de nossa classe política. Somente com profundas reformas e uma agenda de privatizações agressiva caminharemos para um juro real neutro menor e para um crescimento maior, reduzindo assim o endividamento do país.

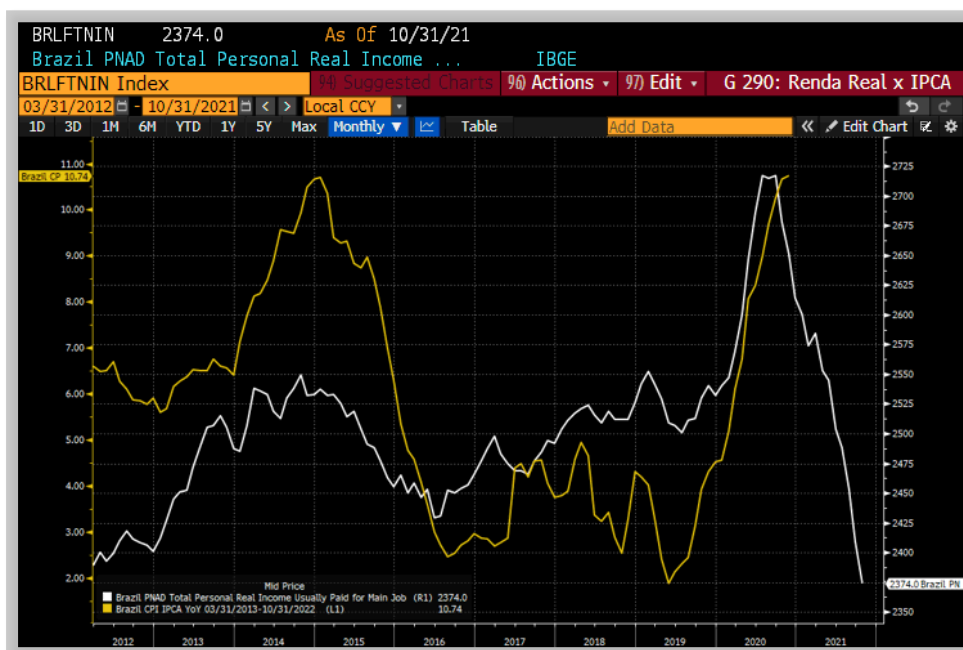
O Brasil pós-pandemia deixou um legado de aumento da miséria, desigualdade social e queda da renda real, mostrado no gráfico abaixo. **O debate eleitoral de 2022, possivelmente, será uma continuidade do que assistimos em 2021: mais gastos sociais (necessários), porém sem cortes de despesas ou racionalização da máquina.** Temos dúvidas por mais quantos anos o já modificado teto de gastos irá sobreviver.

Conjuntamente, acreditamos que 2022 **será um ano de inflação em queda e juros reais altos, já que o hiato do produto e a queda de renda real não devem permitir a persistência inflacionária**

**que alguns economistas projetam** e, na verdade, o ambiente de baixo crescimento será inibidor de repasses mais perenes de preços. O mais provável é que haja uma compressão de margens de lucro na economia, para acomodar o desafiador 2022. **Acreditamos que atualmente a política monetária é mais potente do que nos anos do governo Dilma (reforma da TJLP e presença do BNDES no crédito) e não ficaríamos espantados com números menores tanto de crescimento quanto de inflação neste ano.** O próximo gráfico, com a evolução do IPCA (com atraso de 12 meses) em relação à renda real, revela o nosso ponto sobre a desinflação contratada para 2022.

## Renda Real média na PNAD Contínua *versus* IPCA

Março/12 a Outubro/21



Fontes: Bloomberg, IBGE

O fato de o estrutural do país ser problemático não significa, no entanto, que não seja “investível”. Apenas demanda mais prêmio do investidor (seja em que mercado for) para carregar ativos que normalmente apresentam uma volatilidade mais elevada.

**Creemos que muitas expectativas negativas com o país já estão embutidas nos preços dos ativos e entendemos que existe uma assimetria.** No caso de um mau resultado nas eleições, o potencial de piora dos ativos é menor do que as chances de melhora diante de um resultado considerado bom.. Porém, o fato de existir uma assimetria não significa que os preços irão se valorizar, pois temos diversos exemplos dessas armadilhas de valor que permanecem baratas por muito tempo. Como ocorre a cada 4 anos, nas eleições, o Brasil fará uma repactuação de sua trajetória fiscal para o próximo mandato e isso será fator determinante para a evolução do preço dos ativos locais.

**Em 2022, importará mais a narrativa do mercado sobre as eleições do que o fato em si.** A dura realidade da vida que o novo governo encontrará apenas surgirá em janeiro de 2023. **Em 2022, para os preços dos ativos, o que importa é o sonho do mercado.** O candidato Lula pode realmente comprar corações e mentes da Faria Lima com um discurso (e/ou chapa) moderado? A terceira via,

hoje na figura do candidato Moro, conseguirá o seu lugar no segundo turno? Convém ter em mente que o “trade” de 2022 não necessariamente pode ser um bom investimento quando o governo começar, ou vice-versa. O Brasil definitivamente não é para amadores e o ano que vem será desafiador, em nossa visão, porém com oportunidades.

## **Global**

**A configuração mudou para 2022**, após dois anos de políticas fiscal e monetária muito frouxas na principal economia e mercado global, os Estados Unidos. Podemos dizer que o pico de estímulos (e talvez de crescimento) tenha ficado para trás e começamos o lento caminho de normalização das condições financeiras.

**Isso não significa que teremos uma economia e mercado ruins nos Estados Unidos**, afinal as condições financeiras ainda são ridiculamente estimulativas (no fim de 2022, ainda deverão ser, segundo o FED), a economia deverá crescer sólidos 4% no ano, bem acima do seu potencial (ao redor de 2% ao ano) e os lucros das empresas do SP500 devem crescer entre 8% e 10% no mesmo período. **Porém, muito do tom que os mercados globais terão em 2022 dependerá da inflação nos EUA e de como o FED reagirá a isso.**

**Em sua última reunião de dezembro, o FED deu uma guinada hawk, reconheceu que a inflação não é transitória e mudou seu curso de ação para 2022**, acelerando o fim do processo de recompra de títulos (QE) para março. Além disso, admitiu que sua medida de inflação predileta (Core PCE) encerrará o ano em 2,7% e que teremos três aumentos de juros neste ano, três em 2023 e dois em 2024. O FED também reafirmou sua taxa de juros de longo prazo em 2,5%. Com isso, a autoridade monetária americana entende que a sua taxa de juros real de longo prazo, assumindo uma inflação de 2%, é de 0,5%.

Desse conjunto de números podemos depreender duas informações. A **primeira é que a barra do FED é alta**. Apenas se ele entender que a sua inflação irá estourar os 2,7% em 2022 é que teremos mais do que as três altas de juros previstas. **A segunda é que o juro real de longo prazo do FED (0,5%) está muito longe do que o mercado precifica**, com o juro real de 10 anos em -1% e o juro real de 30 anos em -0,40% – fazendo a ressalva que o FED trabalha com Core PCE e as métricas de mercado com o CPI, índices que apresentam uma ligeira diferença entre eles, ao longo do tempo.

**Curioso é que o mercado, na precificação das taxas de juros de curto prazo, as SOFR (Secured Overnight Financing Rates), não acredita que o FED será capaz de entregar o que promete.** Em 2022 e 2023, o mercado entende que entrega um pouco menos, e para 2024 o as previsões estão bem abaixo das do FED, conforme podemos ver no gráfico abaixo. Algumas teorias explicam esse ceticismo do mercado. Uma delas simplesmente defende que a inflação atual irá se reverter em algum momento ao longo de 2022 e que voltaremos ao ambiente de baixa inflação até então predominante. A outra entende que esse ciclo econômico, ao contrário do referente ao pós-crise de 2008, será curto e que, já em 2023 ou 2024, teremos uma recessão pequena de fim de ciclo.

## Mediana das previsões do FOMC versus SOFR: expectativas sobre taxas de juros Dezembro/20 a Dezembro/21



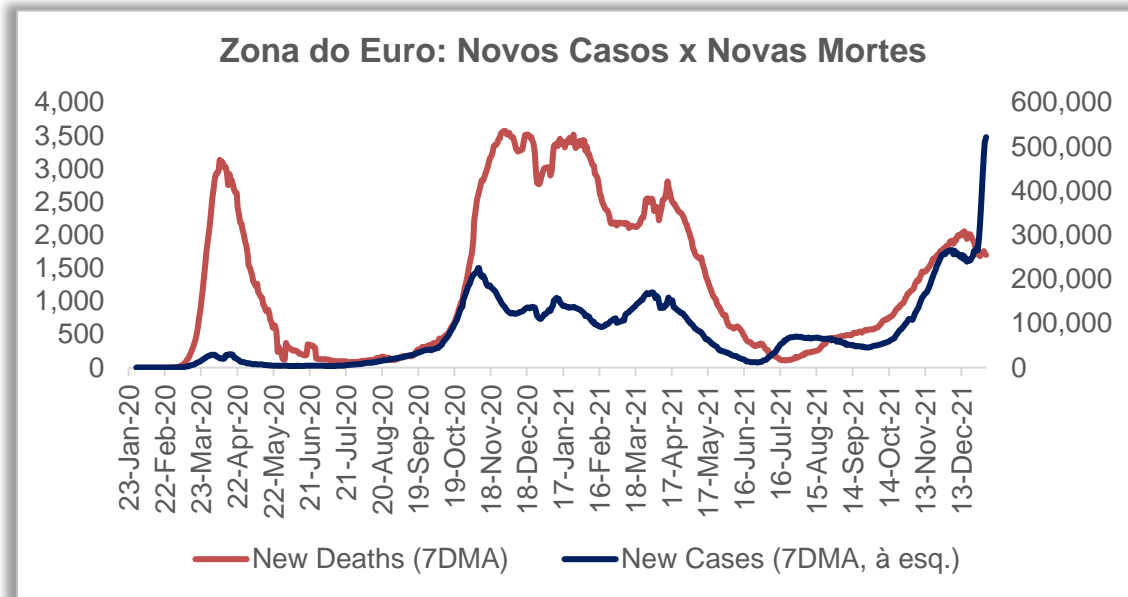
Fontes: Bloomberg, Federal Reserve, CME

Porém, temos uma visão diferente dessas teses. **Este ciclo é bem diferente do anterior em relação aos Estados Unidos, pois temos o consumidor (e empresas) com grande poupança e com baixo endividamento, ou seja, em grande forma para consumir e investir.** Com as dificuldades de aprovação do pacote fiscal de infraestrutura social de Joe Biden, teremos uma redução de impulso fiscal até maior do que o previsto, porém achamos que o setor privado irá facilmente segurar o bastão da economia, até então nas mãos do governo. Também vemos um mercado de trabalho apertado, com número recorde de vagas não preenchidas, e um segmento imobiliário aquecido, o que serão dois vetores inflacionários olhando para a frente. **No fim do dia, a inflação é que será a variável-chave para o FED e para os mercados em 2022. Julgamos que o melhor é manter a mente aberta e evitar muitas ideias pré-concebidas.** Por ora, o que está precificado dá suporte para os ativos de risco, porém sabendo que trabalharemos em um regime de menores retornos e maior volatilidade em relação ao passado recente.

Infelizmente, ainda não será desta vez que nossa carta mensal não falará da pandemia. O mundo vive mais uma onda, com recorde de casos diários nos EUA e na Europa. Contudo, há uma diferença notável em relação às outras ondas: baixo número de hospitalizações e de mortes. A cepa atual, chamada de Ômicron, é mais transmissível e provoca efeitos mais leves sobre os pacientes. O nível de vacinação dos países desenvolvidos está ao redor de 70% da população e o número de imunes naturais também é elevado. **Não é exagero termos a esperança de que a Ômicron seja considerada como cepa "vacinal" e que possamos entrar em 2022 com o setor de serviços do mundo ocidental funcionando a pleno vapor.** As vacinas têm desempenhado um bom papel na redução de casos graves. Segundo o governador de Ohio, o republicano Mike DeWine, 90% das hospitalizações recentes no estado são de pessoas não vacinadas. O único país com o qual estamos um pouco mais apreensivos é a China, pois a vacina produzida em seu território não tem tido bons resultados em relação à nova cepa, e a política de casos zero do governo pode significar uma maior paralisação na

economia. Acreditamos que, em algum momento, o país pode ser obrigado a abandonar essa política e a conviver com os casos. Abaixo, o gráfico revela a baixa letalidade desta onda na Europa.

## Número de casos diários *versus* número de mortes diárias por Covid-19: Zona do Euro Janeiro/20 a Dezembro/21



Fontes: Our World in Data, Kairós Capital

A China, sempre importante para mercados emergentes e commodities, enfrenta uma forte desaceleração econômica, resultado das próprias políticas governamentais em 2021. Um dos setores mais afetados, o imobiliário, responde por cerca de 25% do PIB. As últimas sinalizações do governo chinês apontam para uma política monetária e fiscal que dará mais suporte à atividade em 2022. O mercado trabalha com o PIB crescendo 5% neste ano, enquanto o governo sinalizou que trabalhará para ficar entre 5,5% e 6%.

A Europa deverá apresentar crescimento robusto, ao redor de 4%, e sem tantas pressões inflacionárias, o que fará com que o Banco Central Europeu, juntamente com o Banco Central do Japão, sejam os últimos a abandonar a política monetária extremamente frouxa. Esperamos alguma volatilidade por conta das eleições na França e o debate que elas sempre trazem sobre a união do bloco.

Os mercados emergentes tiveram um ano complicado, com moedas e ações com mau desempenho, reflexo da antecipação das condições menos frouxas do FED, da desaceleração chinesa, e das questões locais como as eleições chilenas e os tiros no pé da Turquia e do Brasil. Poucas vezes os mercados de ações emergentes estiveram tão baratos em relação aos mercados desenvolvidos (em especial aos EUA), uma tendência que vem desde 2008 e, por ora, tem dado poucos indícios de uma possível reversão. **Para que os emergentes saiam da lama em 2022, necessitamos de algumas condições especiais e coincidentes, como a inflação americana bem-comportada, um FED entregando menos, países desenvolvidos voltando a um padrão de crescimento menor e China se recuperando.**

Os ativos globais apresentam uma enorme divergência de preços acionários, com EUA, Europa e Japão relativamente caros em relação aos seus históricos, porém suportados pelos juros longos baixos e com mercados emergentes (Brasil incluso nisso) com preços atrativos, mas sem gatilhos de reversão. Se esses preços baratos irão se traduzir em bom desempenho ao longo de 2022 ainda é incerto. **Olhamos para este ano com um viés construtivo, mas reconhecendo que os retornos não devem ser tão expressivos como foram para os EUA e a Europa em 2020 e 2021, e que teremos um ambiente de maior volatilidade. Por isso, começamos o ano com uma cabeça mais aberta, sem grandes dogmatismos.**



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:

