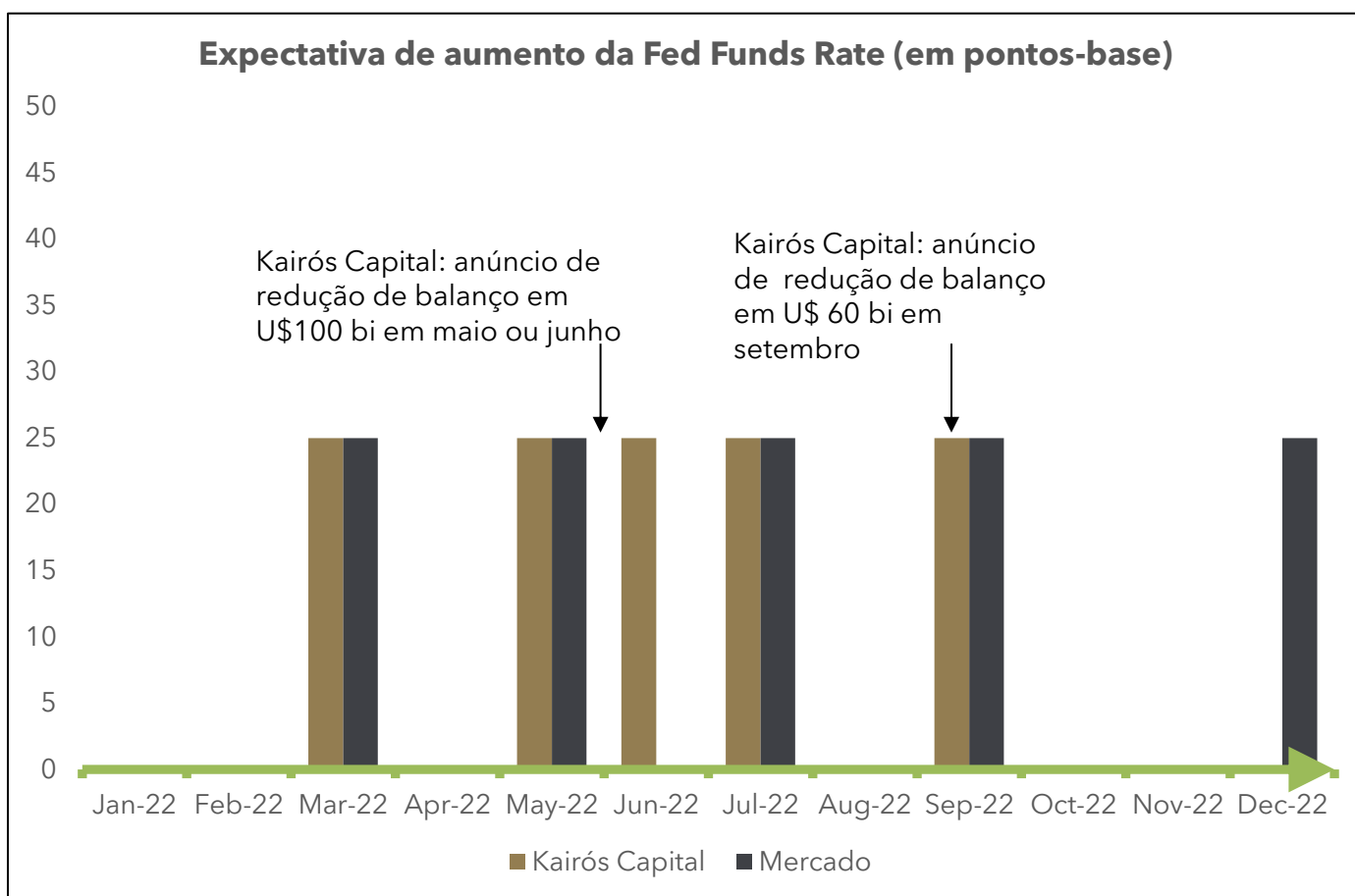


O fim da miopia nos EUA

Desde a ata da reunião de dezembro do comitê norte-americano de política monetária (em inglês, FOMC - Federal Open Market Committee) até o comunicado da reunião de janeiro, divulgado na semana retrasada, os discursos dos diretores do Fed, incluindo os de seu presidente, Jerome Powell, passaram a mostrar tons mais duros (em inglês, mais *Hawkish*) e bem distantes das avaliações de acelerações temporárias da inflação ao consumidor. As opiniões e análises anteriores, mais inclinadas à continuidade da política monetária expansionista (mais *Dovish*), predominavam não só entre os membros do FOMC e do Fed, mas também entre a grande maioria dos analistas. Até o início de dezembro, contavam-se com três aumentos da taxa básica de juros nos EUA (de 0,25% cada, a partir de março), mais três elevações no ano que vem e mais duas em 2024, de modo que a taxa do Fed Funds encerraria o ciclo de alta em 2024 em 2% ante o núcleo de inflação do Personal Consumption Expenditures (Core PCE) projetado pelo próprio Fed de 2,1%. Ou seja, o juro real em 2024 seria igual a -0,1%, o núcleo do PCE (índice predileto do FOMC em suas decisões de política monetária) permaneceria em linha com a meta anual de inflação ao consumidor de 2%, a inflação teria um caráter temporário e o crescimento econômico voltaria para 2% a 2,5% até 2024, consistente com o desemprego mínimo de 3,5% desejado pelo Fed.

Mas, de meados de dezembro para cá, tudo mudou. Agora, as expectativas do mercado sugerem que todas as reuniões do FOMC estão abertas para elevações da taxa do Fed Funds em 0,25% por reunião e o FOMC publicou um comunicado extra delineando a redução ordenada do balanço do Fed logo após a primeira alta da taxa básica de juros em março. Há ainda sugestões de analistas de que o FOMC pode surpreender por meio de pelo menos uma alta de 0,5% em alguma reunião ainda no primeiro semestre de 2022, o que foi negado por Powell em sua última coletiva para a imprensa. A primeira pergunta que está claramente estampada é o que mudou na inflação, no emprego e no PIB em um mês e meio, levando o FOMC a dar um cavalo de pau em suas intenções originais de condução relativamente suave da política monetária? A segunda é como, quando e quanto será a redução dos ativos do Fed, atualmente em US\$ 8,8 trilhões, vindo de US\$ 4,15 trilhões em fevereiro de 2020?

Essas perguntas nos levam a contar com o ciclo de alta da taxa do Fed Funds contendo pelo menos cinco elevações de 0,25% (cada) no ano (a partir de março) e quatro elevações em 2023, levando-a para 1,25% em 2022 e 2,25% no ano que vem. Isso é consistente com a nossa visão de que a inflação medida pelo núcleo do PCE tenderá a ficar em 3% em 2022 e 2,5% em 2023, acima da meta de 2% e da tolerância de 2,5% em 2022 e em linha com a tolerância no ano que vem.



Fontes: Bloomberg, Kairós Capital

Os números de inflação acima seriam suficientes para o FOMC elevar mais a taxa do Fed Funds em 2022 e 2023 do que as nossas projeções indicam? Sem dúvida que sim, mas os comunicados do comitê divulgados na semana passada mostraram a insistência no cuidado com o aperto demasiado do juro básico e até mesmo com a redução dos ativos no balanço do Fed.

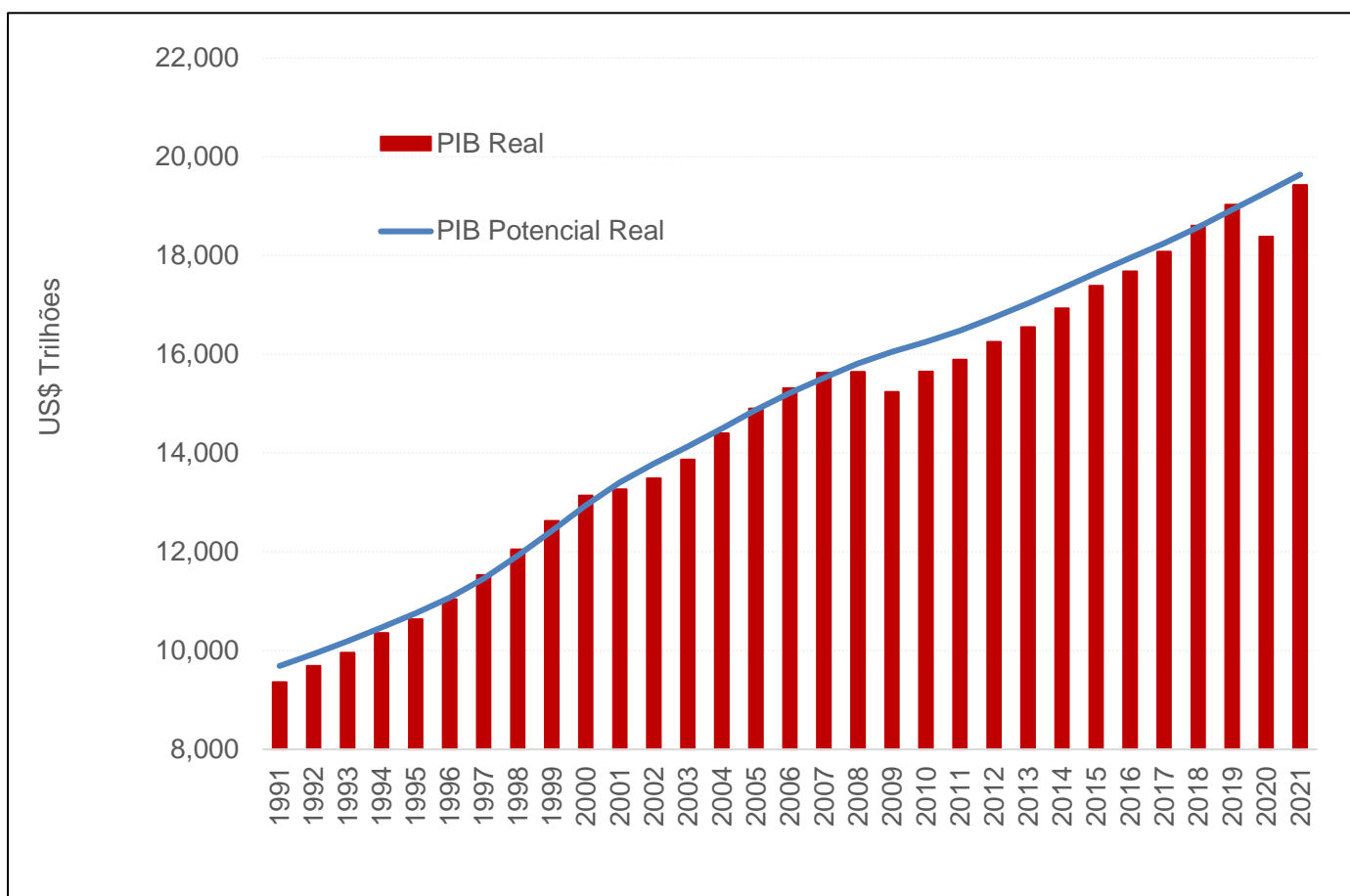
O cuidado seria necessário para não desacelerar a economia demasiadamente em 2022 e 2023, no entanto, a coletiva de Jerome Powell, na semana passada, passou a impressão (mais *Hawkish*) de

pouquíssima tolerância com a inflação, muita preocupação com as forças por trás da elevada persistência inflacionária e a certeza tanto de que a recuperação da atividade econômica e do emprego estão em linha com as expectativas do Fed, quanto de que ela veio para ficar. Em suma, os documentos do FOMC têm um sabor mais *Dovish*, enquanto que o jogo de corpo do presidente do Fed e de parte de seus diretores pende para o lado *Hawkish* da política monetária. Isso acontece quando o nível de incerteza entre os gestores é relativamente elevado e, portanto, quando o banco central opta inicialmente por gerir parte da política monetária por meio de discursos (ou no gogó).

As respostas às perguntas enunciadas acima sobre a mudança de postura do FOMC podem, portanto, lançar uma luz sobre a incerteza que caracteriza a política monetária atualmente. Nós identificamos três alterações importantes na estrutura da economia norte-americana, que contribuem para manter a inflação elevada, perto de 3% em 2022 e de 2,5% em 2023, sendo duas delas localizadas no mercado de trabalho e uma no mercado de bens e serviços em geral:

- (1)** O mercado de trabalho encontra-se bem mais pressionado do que o FOMC esperava. Atualmente, o custo nominal unitário do trabalho cresce quase 9,5% anualmente ante a inflação a/a de 4,85% do núcleo do PCE. Os ganhos anuais reais (ou seja, descontada a inflação) do custo unitário do trabalho representam uma fonte inflacionária persistente quando o mercado de trabalho absorve mão de obra rapidamente e quando a população economicamente ativa (PEA) encolhe com relação à população em idade adulta (PIA);
- (2)** Sintomaticamente, a taxa de desemprego já está em 3,9% (dados de dezembro) em relação a 3,5% em fevereiro de 2020 (imediatamente antes da crise). Ela é caracterizada atualmente pela taxa de absorção da mão de obra (definida como população ocupada, PO, sobre PEA) crescente e igual a 96%, levemente abaixo dos 96,5% em fevereiro de 2020, e pela taxa de participação (PEA/PIA) de apenas 61,9% ante 63,4% em fevereiro de 2020. Estes números significam que a PEA não está voltando idealmente para o mercado de trabalho e que, portanto, as pressões inflacionárias advindas do setor persistirão. Essa é exatamente a ponte para que a inflação elevada de curto prazo persista até o final do ano e ao longo de 2023 (com menor intensidade do que em 2021, é claro);

(3) Como resultado de tudo isso, o nível de PIB efetivo (ou de demanda agregada) encostou na capacidade normal de oferta da economia (ou seja, no PIB potencial) no 4T21, sendo que a diferença entre os dois é o controverso hiato do produto. Seja qual for a medida de hiato do produto, o seu equilíbrio significa, portanto, que as pressões inflacionárias de salários e custos médios localizadas no mercado de trabalho encontram canais condutores na oferta de bens e de serviços em geral para propagar e manter a inflação relativamente elevada em 2022 (entre 3% e 3,5%) e 2023 (entre 2,5% e 2,8%).



Fontes: CBO, BEA, Kairós Capital

Não há outra saída para o Fed, a não ser reconhecer que as condições de contorno para a inflação mudaram e o seu plano de voo tem que ser alterado também, ainda sujeito a novos e persistentes solavancos inflacionários. Em função disso, o diagrama abaixo mostra que contamos com cinco elevações da taxa do Fed Funds entre março e setembro, mas a ideia predominante entre os analistas

é que as (eventuais) cinco altas da taxa básica de juros em 2022 serão espaçadas a fim de que o FOMC avalie a temporalidade da inflação (ver o segundo diagrama abaixo).

E como entra a redução dos ativos no balanço do Fed em toda essa história? Após zerar a compra de ativos imobiliários e de títulos do Tesouro em março, o Fed (por meio do FOMC) elevará a taxa básica de juros em 0,25% e, após isso, começará o processo de diminuição do balanço, atualmente em US\$ 8,8 trilhões. A redução de parte desse montante, segundo o comitê, se dará previsivelmente por meio do ajuste de quantias progressivamente menores reinvestidas em títulos do Tesouro e imobiliários vencidos ao longo do tempo e registrados na conta de operações de mercado aberto do Fed (em inglês, na System Open Market Account, SOMA). É claro que o Fed mencionou que será preservada uma quantidade significativa de títulos em seu ativo, para permitir a liquidez e funcionalidade dos mercados de títulos do Tesouro e imobiliários. Em poucas palavras, o FOMC deixou em aberto o montante e a velocidade com que os ativos em seu balanço serão reduzidos.

Apenas para se ter uma ideia, a partir de abril, o valor principal dos títulos do Tesouro vencidos até o final do ano deve totalizar US\$ 750 bilhões. Claro que o Fed não rolará apenas uma parte dessa quantia. Tal qual a velocidade e o tamanho do aumento esperado de juros em 2022 e 2023, a diminuição do balanço depende, em última instância, da desaceleração do núcleo da inflação ao consumidor ao longo do ano e, principalmente, durante 2023.

Mesmo que se forme um consenso sobre o número de altas do juro básico em 2022, haverá uma combinação criativa por parte dos analistas entre a redução dos ativos do Fed e a elevação da taxa de juros. Ou seja, como a redução dos ativos do Fed equivale a aumentos de juros, é possível imaginar que o FOMC adote uma política que intercale juros progressivamente maiores com a redução de títulos públicos no ativo do Fed a serem vencidos ao longo de 2022. Nesse sentido, pode haver alta de juro (de 0,25%) em março, maio, julho, novembro e dezembro, combinada com a redução de ativos em junho **ou** setembro, ou em junho **e** setembro. Isso é só uma possibilidade, de modo que veremos alternativas bastante criativas por parte dos analistas.

Por fim, queremos salientar alguns pontos relevantes no processo de alta de juros e de redução do balanço do Fed. De acordo com os cálculos do Fed regional de Atlanta, a diminuição de US\$ 250 bilhões dos ativos equivale ao aumento de 0,25% da taxa do Fed Funds. Logo, a combinação das duas políticas, por meio de cinco altas de juros e pelo menos uma rodada de redução de balanço de US\$ 250 bilhões, implica um aperto monetário excessivo ao levar a soma da taxa básica de juro e da taxa de juros equivalente à queda de ativos para 1,5% no final do ano. Combinações criativamente mais agressivas por parte dos analistas implicam, no limite, a soma da taxa efetiva e da taxa equivalente do Fed Funds entre 1,75% a 2% até o final do ano. Francamente, não cremos que o FOMC planeje levar a taxa básica de juro acima de 1,25% até o final de 2022.

Em função da grande dispersão de opiniões quanto aos próximos passos do Fed, tanto na condução da política monetária, quanto na redução do balanço, o nível de incerteza tenderá a permanecer alto por um bom tempo, afetando os mercados de ativos, já que estamos diante de uma retirada conjunta de estímulos. Isto deverá gerar volatilidade nos mercados ao longo do ano, dado que historicamente em momentos de aperto monetário e de liquidez no mundo desenvolvido, o cenário para as economias emergentes tende a ser ainda mais desafiador, e neste ciclo em particular, esta tese ficou ainda mais forte por conta dos mercados emergentes, de maneira geral, terem saído na frente do Fed em termos de aperto de política monetária, gerando algum colchão contra fortes efeitos possíveis nos fluxos financeiros.



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:

