

## Apertos monetários em regime de choques inflacionários

As perspectivas globais para a trajetória da inflação intensificaram sua deterioração no último mês, levando os mercados de juros espalhados pelo planeta a contarem com elevações das taxas básicas ainda mais pronunciadas do que as significativas revisões que ocorreram em fevereiro. Traduzindo em números, nos **EUA**, as projeções para a alta da taxa do Fed Funds convergem progressivamente para 2,5% em 2022 e 3,5% em 2023, as quais, inclusive, são as nossas expectativas. Mesmo assim, dadas as elevadas projeções para a inflação cheia ao consumidor (medida pelo *PCE*<sup>1</sup>) divulgadas pelo próprio Fed após a reunião do *FOMC*<sup>2</sup>, em março, o juro real para 2022 e 2023 é igual a -1,7% e +0,8% respectivamente. O juro real permanece, portanto, ainda no terreno estimulativo, exatamente quando a economia roda acima do seu potencial, ou seja, em um patamar superior ao pleno emprego. O resultado mais imediato desse quadro é a alta dos salários nominais perto de 5% ao ano (eventualmente, eles crescerão acima da inflação a partir de 2023), facilitando a propagação dos choques da alta dos preços das commodities e dos insumos industriais ao longo de 2022, 2023 e parte de 2024.

O segundo resultado mais evidente do juro real, nos EUA, em campo estimulativo em 2022 e 2023 é o entendimento de que os efeitos da guerra entre Rússia e Ucrânia **não** significam que a inflação, principalmente nos EUA (atualmente em 7,9%), seja um fenômeno passageiro. Na verdade, as consequências da guerra agravam o elevado patamar da inflação, já estruturalmente alto por conta do aperto no mercado de trabalho. Na **zona do euro**, por sua vez, o fenômeno inflacionário parece similar, no entanto, o mercado de trabalho e a alta dos salários nominais não têm sido uma fonte (estrutural) de pressão inflacionária, o que é um sintoma de que a economia roda abaixo do seu potencial máximo de produção. O efeito mais claro e prático disso é que o fim da guerra e a atenuação de alguns dos gargalos de oferta criados pelo conflito geopolítico são suficientes para gerar a desaceleração mais significativa da inflação na zona do euro já no final de 2022 e, principalmente, em 2023, que é um evento bem menos provável nos EUA. Portanto, enquanto a política monetária nos EUA seguir um ritmo mais restritivo (dentro dos parâmetros e das preferências da maioria do comitê

---

<sup>1</sup> Personal Consumption Expenditure

<sup>2</sup> Federal Open Market Committee

de política monetária, o *FOMC*), as decisões rumo à restrição monetária na zona do euro deverão ser mais suaves, progressivas e dependentes da desaceleração da inflação consistente com preços cadentes das commodities.

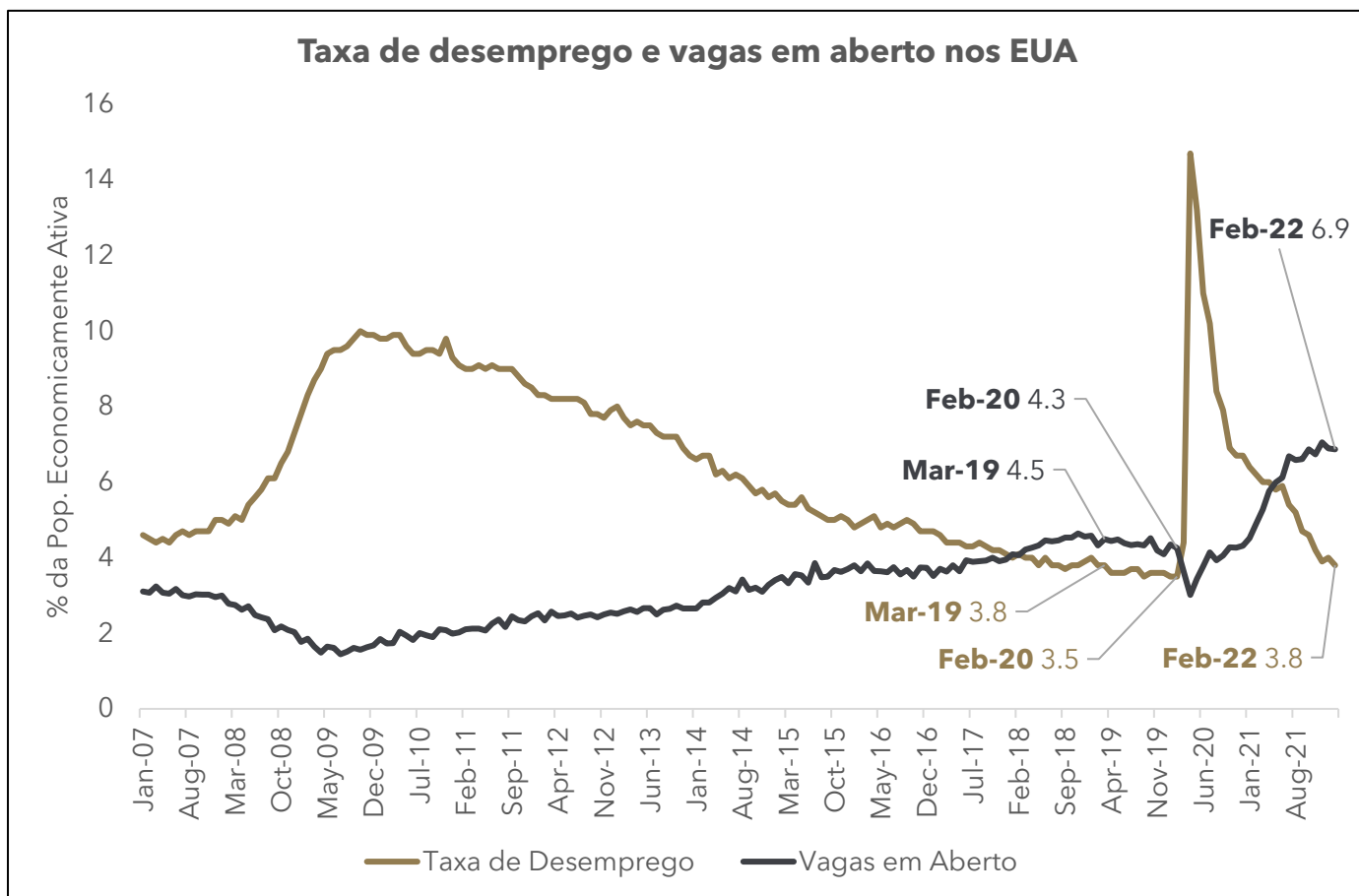
No Brasil, parte das pressões inflacionárias também resultam dos choques de oferta criados pelos preços mais elevados das commodities e dos insumos industriais no mercado internacional. Eles fazem com que as inflações de alimentos no domicílio, de bens industriais e de itens monitorados pelo governo (como combustíveis) acumuladas em 12 meses rodem atualmente bem altas, perto de 10%, 13% e 15%, respectivamente. Enquanto isso, a inflação anual de serviços (que pesa 34% no IPCA) está na vizinhança de 6%. O que significa este quadro? Primeiro, os preços dos serviços estão defasados e desalinhados com relação aos outros três grandes grupos e, segundo, a inércia da inflação de serviços está relativamente elevada. Logo, a política monetária seguirá a sua rota bem restritiva, consistente com a Selic entre 13% e 13,5%, com o objetivo de combater os efeitos da recuperação de margens do setor de serviços por meio da aceleração inflacionária do segmento, principalmente, em 2023. Tudo isso tende a ocorrer a despeito da taxa de desemprego estar perto de seus níveis recordes e da economia rodar razoavelmente abaixo do seu patamar máximo de produção.

Iniciando pela análise do **cenário norte-americano**, baseada nos pontos elencados acima, o mercado de trabalho encontra-se apertado e com características de uma economia em pleno emprego. A evidência mais clara é que, para o mesmo nível de desemprego de 3,8% em fevereiro de 2022 e em março de 2019, o número de vagas de trabalho em aberto (ou não preenchidas) está atualmente em 6,9% (medido como proporção da PEA<sup>3</sup>) ante 3,8% em março de 2019. Além disso, em fevereiro de 2020, antes do começo da crise da covid, o desemprego estava ainda mais baixo, em 3,5%, e a quantidade de vagas em aberto estava em 4,3%, bem abaixo dos 6,9% atuais. Ou seja, diante da relativamente maior falta de oferta de trabalho para preencher as vagas em aberto, a velocidade de crescimento do salário nominal médio tende a permanecer entre 5% e 6% ao ano. Quando a inflação norte-americana convergir para perto de 4,8% no 1T23 (de acordo com as nossas simulações), em

---

<sup>3</sup> População Economicamente Ativa

relação a 7,9% atualmente, a variação do salário real deverá ser positiva no 1S23, contribuindo para manter a inflação medida pelo *CPI*<sup>4</sup> ainda elevada, em 3,7%, no final do ano que vem.



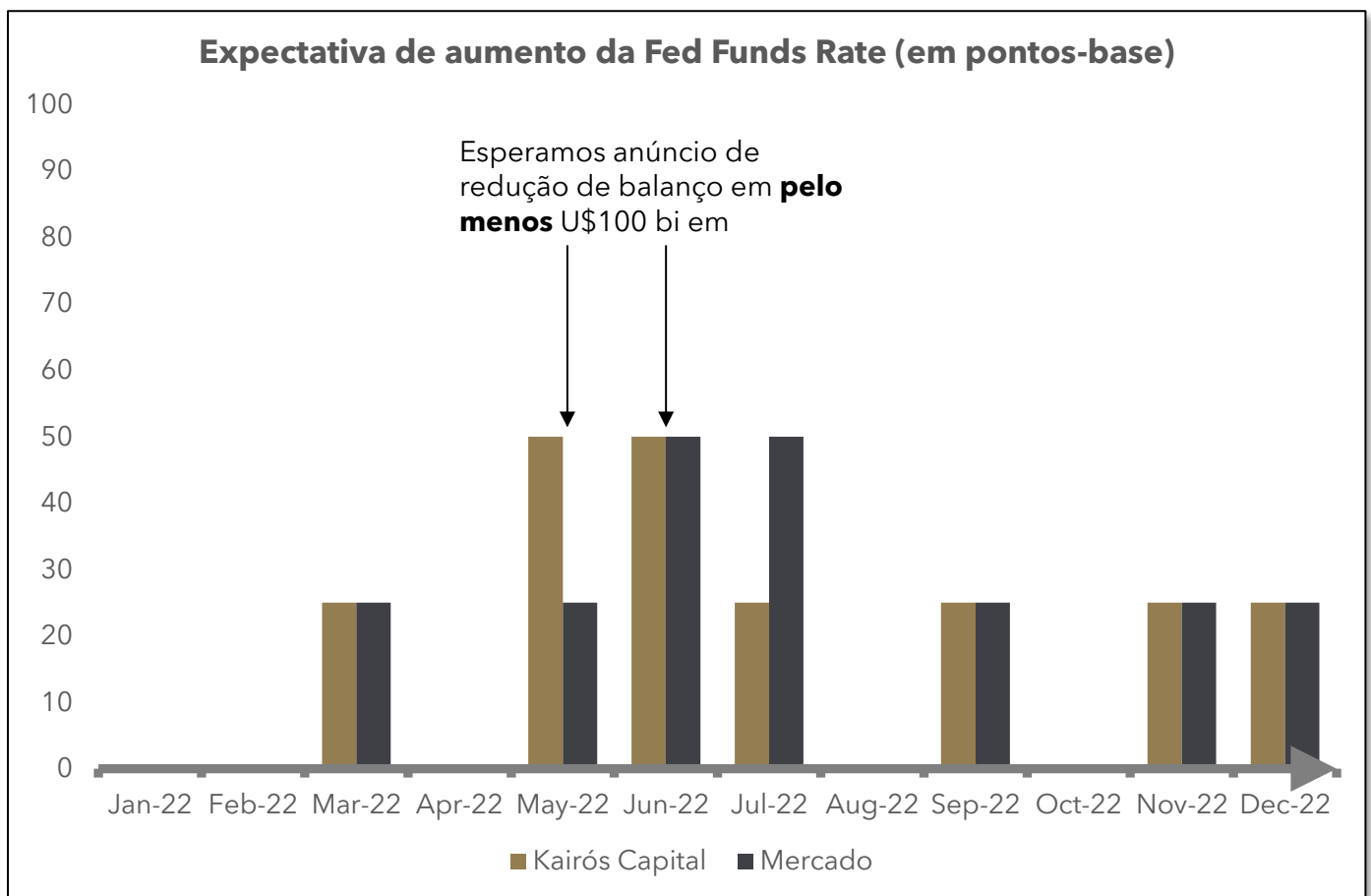
**Fontes:** Bureau of Labor Statistics, Kairós Capital

Pode-se argumentar que o fim do conflito Rússia-Ucrânia e de algumas sanções econômicas que elevam os preços das commodities no mercado internacional, principalmente o de barril de petróleo, poderia derrubar a inflação de commodities e de insumos industriais, trazendo a inflação do *CPI* para o intervalo entre 4% e 4,5% no final do ano. No entanto, as nossas simulações indicam que o mercado de trabalho apertado mantém a variação do *CPI* entre 5% (com o preço do barril de petróleo tipo Brent em US\$ 85) e 6,2% (com o preço do petróleo entre US\$ 95 e US\$ 100) em 2022. Ou seja, o segredo da propagação da alta inflação norte-americana em 2022 e 2023 reside na economia em pleno emprego e no conseqüente crescimento médio anual do custo (nominal) unitário do trabalho de 4,3% no 1T22

<sup>4</sup> Consumer Price Index

e 5,1% entre o 2T22 e o 4T22. Este quadro será importante para a comparação com as condições de contorno macroeconômico e inflacionárias da zona do euro.

O mercado de trabalho sobreaquecido e a economia com baixa ociosidade como um todo devem levar o Fed a promover sete elevações da taxa básica em 2022, sendo que duas delas, de 0,5% cada, devem ocorrer nas reuniões de maio e junho, fazendo com que a taxa do *Fed Funds* encerre 2022 em pelo menos 2,5% e em 3,5% no ano que vem. O diagrama abaixo mostra tanto as elevações da taxa do *Fed Funds*, que esperamos entre março e dezembro, quanto o começo do processo de diminuição do balanço, atualmente em quase US\$ 9 trilhões, a partir de junho. A quantia a ser reduzida entre 2022 e 2024 permanece em aberto, mas estimamos que o Fed pode diminuir os seus ativos em quase US\$ 2,5 trilhões em três anos, sem prejudicar a liquidez das operações tanto de *overnight*, quanto compromissadas lastreadas, em grande parte, em títulos do Tesouro norte-americano.



Fontes: Bloomberg, Kairós Capital

O cuidado do Fed em anunciar a redução de seus ativos o mais rápido possível reside no receio de gerar uma expectativa de um aperto monetário excessivo, o que fortaleceria o argumento a favor do aumento da probabilidade de recessão nos EUA a partir do segundo semestre de 2023. De acordo com os cálculos do Fed regional de Atlanta, a diminuição em US\$ 100 bilhões dos ativos equivale ao aumento de 0,10% da taxa do *Fed Funds*. Logo, uma eventual (e hipotética) redução de balanço de US\$ 830 bilhões por ano entre 2022 e 2024 implicará em um aperto monetário adicional de 0,83% por ano, de modo que a soma da taxa básica de juros que estimamos e da taxa de juros equivalente à queda de ativos acarretará em uma taxa combinada de 3,3% no final de 2022 e 4,3% no final de 2024.

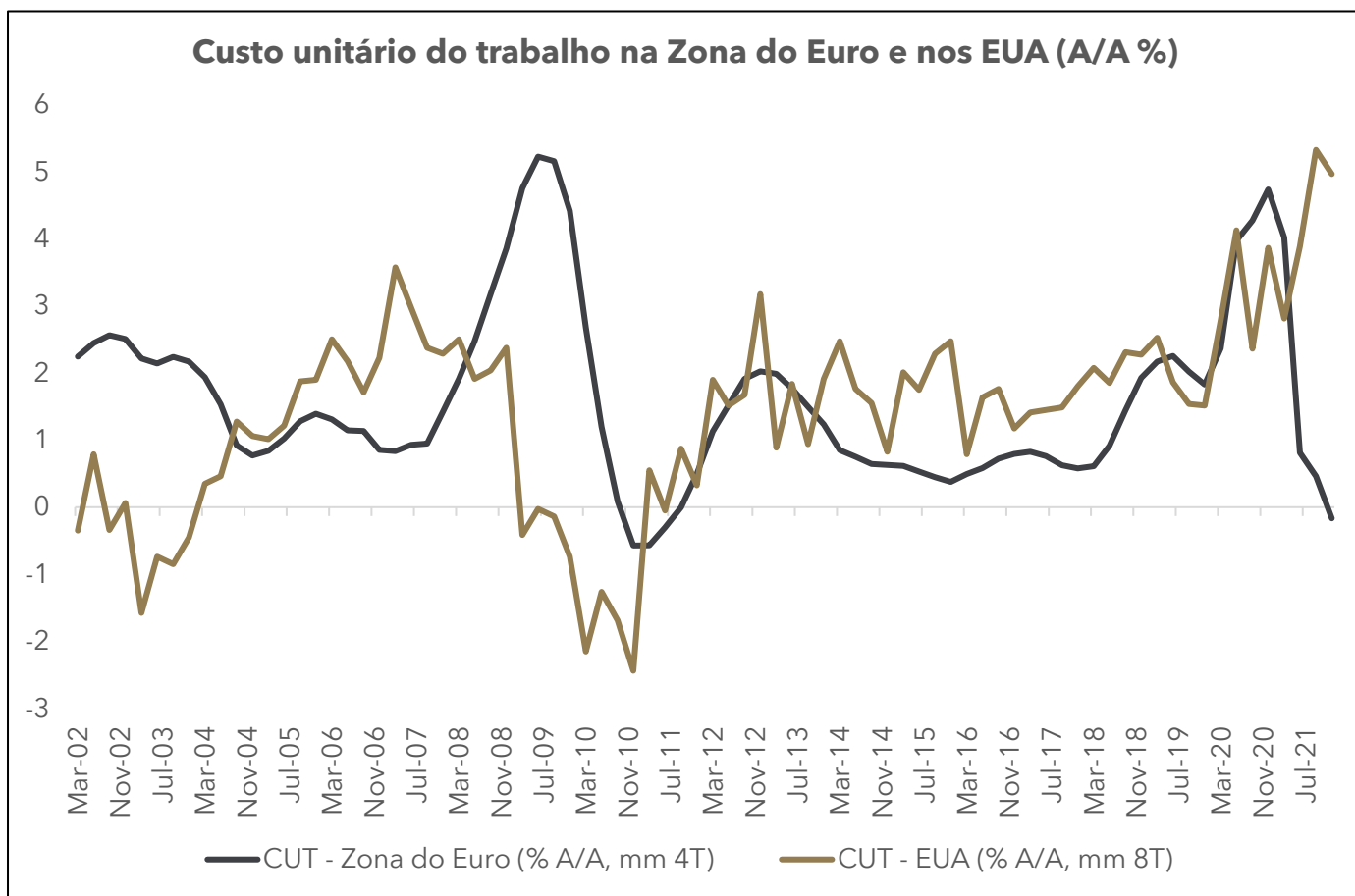
Exatamente em linha com as projeções do Fed divulgadas no mês passado, as nossas simulações indicam que, diante desse quadro de aperto monetário, o PIB<sup>5</sup> norte-americano deve crescer 2,8% e 2,1% em 2022 e 2023, respectivamente. Portanto, o aperto monetário não deveria assustar o Fed, mas as projeções da instituição para o crescimento econômico em 2022 e 2023, consistentes com a convergência da inflação ao consumidor para perto de 2% em 2024, pressupõem a taxa do *Fed Funds* em 1,9% em 2022 e 2,8% em 2023, razoavelmente abaixo dos 2,5% e 3,5% que estimamos. Neste sentido, a elevação da taxa do *Fed Funds* para os patamares que projetamos empurraria o crescimento do PIB para taxas mais baixas entre 2022 e 2024. Isso explica o cuidado do Fed em não expor um aperto monetário mais agressivo logo na largada.

A comparação entre o mercado de trabalho norte-americano e da **zona do euro** mostra quadros bem diversos. Enquanto o custo (nominal) unitário é crescente e inflacionário nos EUA, ele é declinante e desinflacionário (por enquanto, pelo menos) na zona do euro. Isso significa que, ao contrário dos EUA, o PIB da zona do euro roda abaixo do seu potencial máximo, de modo que a influência da variação dos preços internacionais das commodities é relativamente maior do que nos EUA. Por consequência, dado o peso de praticamente 40% da energia na inflação ao consumidor da zona euro, uma eventual volta do preço internacional do petróleo tipo Brent para US\$ 85 até o final do ano, traria a inflação de 5,8% no 1T22 para perto de 4,5% no final do ano. Sem dúvidas é uma inflação elevada e suficiente para trazer à tona o debate entre os dirigentes do Banco Central Europeu (BCE) sobre a necessidade

---

<sup>5</sup> Produto Interno Bruto

de elevação tanto da taxa de refinanciamento em relação à -0,5% atualmente, quanto da taxa de depósito em relação à atual (em 0%). No entanto, em função do mercado de trabalho menos apertado e da economia rodar abaixo do seu potencial até o final do ano, o BCE pôde se dar ao luxo de encerrar o Programa de Compras Emergenciais da Pandemia (PEPP<sup>6</sup>) em março e continuar acelerando a redução das compras de ativos por meio do Programa de Compras de Ativos (APP<sup>7</sup>) antes de decidir elevar a taxa básica de juros. O plano de voo de elevação dos juros na zona do euro pode ser postergado em relação aos EUA devido à elevada dependência inflacionária do preço da energia e ao maior grau de transitoriedade da inflação europeia.



**Fontes:** Banco Central Europeu, Bureau of Labor Statistics, Kairós Capital

<sup>6</sup> Pandemic Emergency Purchase Programme

<sup>7</sup> Asset Purchase Programme

Finalmente, no **Brasil**, a intenção do Banco Central (BC) é levar a Selic para 12,75% e mantê-la neste patamar até o início de 2023. O objetivo é combater tanto os efeitos da continuidade dos choques inflacionários da alta dos preços de commodities e de insumos industriais sobre o IPCA<sup>8</sup> em 2022, quanto a contaminação das projeções de inflação para 2023, as quais já se encontram perto de 4%, acima do centro da meta (3,25%). A primeira diferença notável entre a política monetária brasileira e as da zona do Euro e dos EUA, bem como na comparação com outras economias que utilizam o sistema de Metas de Inflação, é que o BC brasileiro é o menos atrasado no aperto monetário requerido, dadas as expectativas de inflação acima do centro da meta em 2022 e 2023, e apesar do PIB rodar abaixo do seu potencial no mesmo período. Mesmo assim, a dispersão inflacionária da inflação anual de alimentos no domicílio (em 10% atualmente), bens industriais (13%) e de itens monitorados pelo governo (15%) em relação à inflação de serviços (6%) implica que:

- (i) os preços dos serviços estão defasados e desalinhados com relação aos outros grandes grupos,
- (ii) o BC terá que combater a inércia da inflação de serviços relativamente elevada em 2022 e, principalmente, em 2023, o que significa que o Copom pode se ver forçado a elevar a Selic para 13,5% até junho/22 e mantê-la nesse patamar até o início do ano que vem.

O fato é que o conflito geopolítico e as sanções econômicas adotadas contribuem para esticar a corda das pressões inflacionárias globais que serão mais fortes e duradouras quanto mais perto do pleno emprego estiver a economia analisada em particular. Os EUA figuram, portanto, como o caso mais representativo de persistência inflacionária elevada combinada com o aperto monetário atrasado (e um BC teimoso).

A zona do euro aparece como um caso intermediário, cuja inflação responde mais intensamente aos choques inflacionários de oferta, de modo que o BCE parece contar com a transitoriedade inflacionária. A depender do desarranjo resultante na cadeia de oferta pós-conflito e da imposição de sanções econômicas, à espera do BCE em subir os juros pode derrubar o PIB por conta da elevação surpreendente da inflação ao consumidor.

---

<sup>8</sup> Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo

O Brasil aparece no extremo com suas características bem particulares ao fazer o trabalho de correção de juros na direção e intensidades corretas, mas sendo obrigado a manter a Selic muito elevada e bem acima dos juros básicos de seus pares e das economias desenvolvidas a fim de reduzir a elevada inércia da inflação de serviços encomendada para 2023.

Este é o diagnóstico geral de desarranjo inflacionário que vivemos e da necessidade de restrição monetária global à qual estamos sujeitos.





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:

