

Is the winter coming?

*“Winter is coming, we know what’s coming with it.
We can learn to live with the wildlings, or we can add them to the army of the dead.”*
— Jon Snow

O gráfico abaixo de termos de pesquisas no Google conta bem a narrativa atual. Uma inflação que foi se tornando deveras persistente e fora dos parâmetros dando início a um princípio de combate a ela e que está trazendo uma angústia com o temor de uma recessão global. **Nesta carta vamos olhar o que o mercado já está precificando e quais oportunidades estão presentes neste tema. Também vamos falar um pouco sobre Brasil, economia e ativos financeiros.**

Histórico de volume de pesquisas sobre “inflação” e “recessão” no Google



Fontes: Google, Kairós Capital

Vamos para a pergunta que todos se fazem. **Vai ter recessão? Sim, vai. Mais cedo ou mais tarde a recessão vem, faz parte do ciclo econômico. Essa, no entanto, não deveria ser a pergunta a ser feita.**

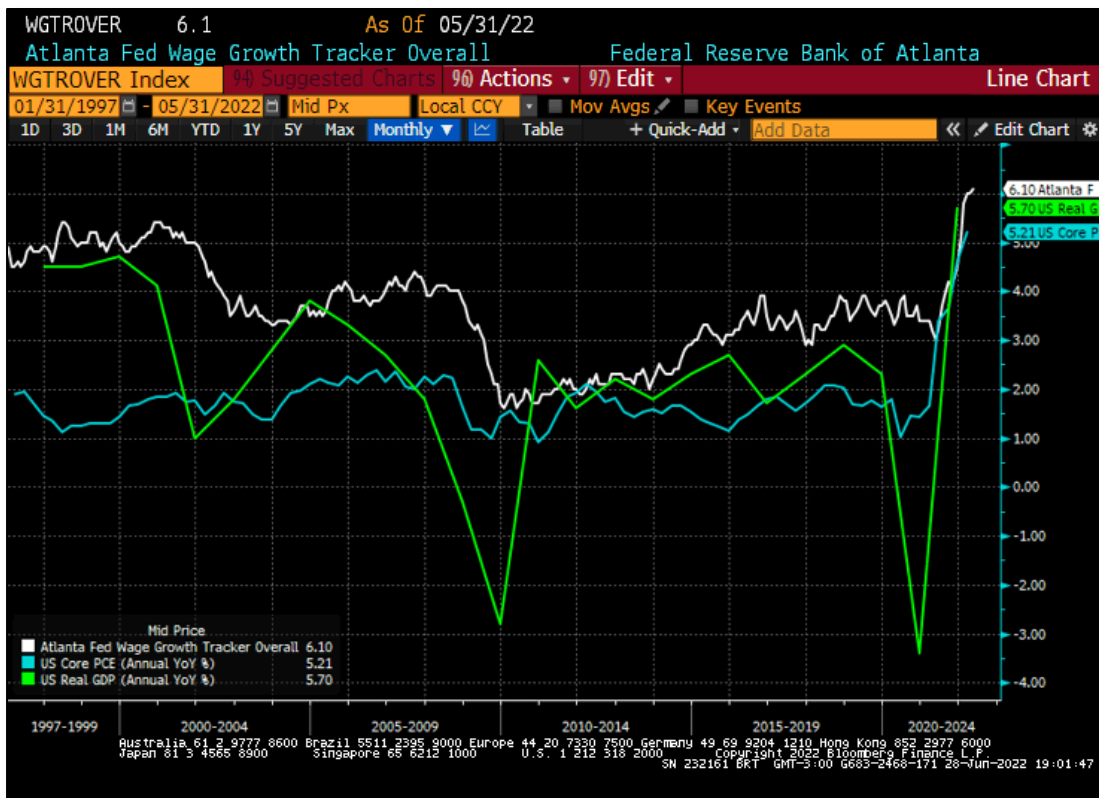
As perguntas **relevantes** a serem feitas são: **quando vai ter recessão e quão severa ela será?**
Como o problema da inflação, origem de todos os males, está sendo encaminhado?

Bem pouco. A inflação americana, mas poderia ser em qualquer outro lugar, ainda está longe de ter feito topo. Muitos acreditavam que seria entre o primeiro e segundo trimestre de 2022, porém como no verão (hemisfério norte) de 2021 tivemos leituras mensais relativamente baixas, podemos esperar que com as leituras deste verão as taxas de inflação nos últimos 12 meses irão aumentar e não cair. Nos Estados Unidos há um segmento do mercado de renda fixa bem específico, ele opera as leituras de inflação mês a mês. É um segmento pequeno, populado por agentes que gastam tempo e dinheiro fazendo coleta de preços. **Para essa turma, a inflação americana deverá fazer pico entre agosto e setembro, com taxa maior do que 9%.** A última rodada de reuniões dos principais bancos centrais mostrou que os formuladores de política monetária estão tão perdidos quanto o distinto público e a maioria deles nem se arrisca a dar orientação ao mercado mais longa do que a próxima reunião. **Em resumo, estão todos dependentes dos dados que vão saindo.**

O que as curvas de juros nos dizem? O mercado americano de taxas curtas nos informa que em dezembro deste ano o juro básico nos Estados Unidos estará ao redor de 3,5% a.a. e logo depois começará a cair. Olhando os juros de 2 anos (horizonte relevante para efeitos da política monetária) temos algo como 2,95% a.a. Ao olharmos a inflação esperada para esses mesmos dois anos, o mercado nos dá 3,30% a.a. **Trocando em miúdos, a taxa de juros real para os próximos dois anos está ao redor de “menos” 0,35%a.a. Como assim o FED bate no peito, bate na mesa, diz que vai esmagar a inflação e ainda assim o juro real de 2 anos está negativo?** Bem, quem deseja controlar a maior inflação dos últimos 40 anos deveria estar preocupado em ter um juro real positivo, acima do neutro. A verdade é que a despeito das condições financeiras já terem apertado sobremaneira, elas ainda estão frouxas. Ponto.

Para podermos falar que o mercado de juros americano está bem precificado, teríamos que adicionar ainda pelo menos 1% nessa taxa de juros real de 2 anos. Isso pode vir do juro nominal de 2 anos subindo (ou abrindo, como se fala em “mercadês”) ou as expectativas de inflação de 2 anos caindo, ou o mais provável, como um mix dos dois.

Atlanta FED Wage Growth Tracker, núcleo do PCE e PIB americano

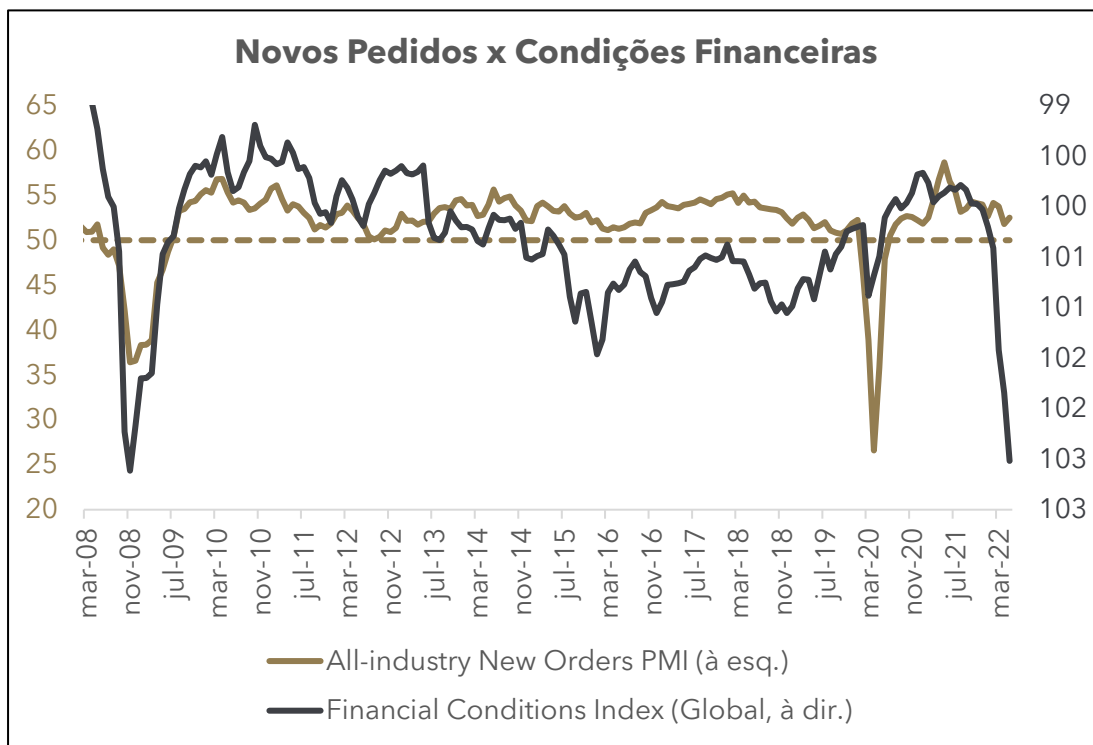


Fontes: Bloomberg, Kairós Capital

O gráfico acima mostra o custo de mão de obra (que alimenta a inflação) em branco, o Core PCE (inflação do FED, sem itens como combustível e comida) em azul e em verde o PIB americano, tudo desde 1997. **Notem que sempre que o custo de mão de obra está em patamares desconfortáveis, apenas uma recessão (em maior ou menor grau) faz o trabalho de ajustar o mercado de mão de obra e, por consequência, a inflação.** Em suas últimas projeções, na última reunião, o FED ainda acredita que vai debelar a inflação com ajuste marginal no desemprego e sem atividade vindo em nenhum momento para abaixo do seu potencial (algo ao redor de 1,5% a.a.). Isso nos parece pouco provável.

Olhando no próximo gráfico, vemos os novos pedidos industriais contra as condições financeiras globais. **O gráfico nos sugere que a contração de novos pedidos deve aumentar, levando-se em conta o aperto de condições financeiras já contratado, e que vemos ainda ser insuficiente para**

debelar a inflação. Afinal, os bancos centrais dos países desenvolvidos demoraram muito o processo de ajuste de taxas e liquidez. E em termos de combate à inflação, quem demora para fazer o que tem de ser feito acaba tendo que fazer mais depois.



Fontes: J.P. Morgan, Goldman Sachs, Kairós Capital

Um outro gráfico interessante é a relação da confiança do consumidor americano (expectativas futuras) com a oscilação do PIB. **Com exceção da Covid, em que os fartos estímulos pagos às famílias seguraram as expectativas, em situações normais as duas variáveis têm uma boa relação. Hoje esses números apontam para uma boa desaceleração da atividade.**

Confiança do consumidor e PIB americano



Fontes: Bloomberg, Kairós Capital

Está claro que temos uma desaceleração contratada, mas isso pode virar uma recessão? Cabe aqui definir a diferença entre uma recessão e uma desaceleração cíclica, algo normal e esperado.

O comitê americano NBER (Instituto de Pesquisa Econômica) define recessão como um declínio significativo na atividade, espalhado por toda a economia e que dura mais do que poucos meses. Em resumo, é um evento disruptivo. Porém, os fatores que causam essa disrupção variam ao longo do tempo. Ao vermos a história econômica temos 3 fatores, que individualmente ou em conjunto criam uma recessão. **Primeiramente um choque adverso econômico precede a recessão**, como foi o caso da pandemia em 2020. Um outro exemplo são estouros nos preços de energia, causados por guerras ou embargos. **O segundo fator típico é o aperto de política monetária para combater a inflação**, tal qual estamos vivendo neste momento. **O terceiro fator são vulnerabilidades e desbalanços econômicos** que aparecem uma vez que os choques vêm ou

quando os juros são apertados, como foi a crise do setor imobiliário americano em 2007 que se transformou em algo sistêmico.

Olhando a economia americana mais especificamente dos 3 fatores, 2 deles (choques de preços e aperto monetário) estão presentes. A questão de desbalanços de fato estão ausentes no momento, pois tanto o consumidor quanto as empresas estão com boa renda, liquidez e capitalizadas. Isso é um fator que ameniza tanto a severidade quanto a durabilidade do processo. **Hoje, com as informações disponíveis nos parece mais um bom ajuste cíclico do que uma severa recessão o que iremos enfrentar, possivelmente já em 2023.**

Contudo, a vida sempre tem algum 'porém', não é mesmo? Temos a "teoria da reflexividade" de Soros. **Em resumo, a narrativa influencia a realidade e faz com que a narrativa se torne a própria realidade por sua influência. Isso é tão mais agudo nos dias de hoje, onde os ativos financeiros nos Estados Unidos são 6 vezes o tamanho do próprio PIB.** Olhando somente a economia nada nos mostra uma recessão severa, porém o processo de ajuste dos mercados pode ir na frente de si mesmo e causar essa recessão. Um exemplo disso é o setor de Tecnologia da Informação, até então com os recrutadores caçando os programadores no laço. Bastou a Nasdaq cair 30% esse ano, secando a fonte de novas rodadas de captação e de IPOs (ofertas iniciais de ações) para que as demissões em massa no setor começassem. Ultimamente o LinkedIn da turma do setor virou um vale de lágrimas.

Globalmente falando os fatores de choque continuam presentes. A China está em um momento de flexibilização da pandemia, porém, com sua política de covid zero, basta os casos aparecerem de novo (e irão aparecer, cedo ou tarde) para a economia fechar novamente. A invasão da Ucrânia pela Rússia continua indefinida e parece que o assunto se arrastará pelo menos até o fim do ano. **A Agência Internacional de Energia, frente à redução de suprimento de gás pela Rússia, já alertou que a Alemanha deverá ter que racionar em 1/3 sua demanda no inverno, o que fatalmente jogaria o país e o bloco em recessão** (aí não seria uma desaceleração e sim recessão mesmo). O consenso de mercado (Bloomberg) em termos de probabilidade de uma recessão em 12 meses para algumas regiões está na figura abaixo.

Probabilidade de Recessão Estimada pelo Mercado

EUA	Zona do Euro	Japão	China	Brasil
33%	30%	25%	20%	30%

Fontes: Bloomberg, Kairós Capital

Vamos falar um pouco de Brasil. A inflação continua teimosamente em patamares altos, o Banco Central quer parar de subir juros, mas não consegue. Está no modo “dependência de dados”, sem muita visibilidade e torcendo para os juros reais gordos começarem a fazer logo o seu trabalho. **No gráfico abaixo vemos que o atual patamar de juros reais (anteriores) indica uma contração na economia já encomendada para os próximos 12 meses. O BC espera por isso e nós concordamos com ele, passada a farra fiscal pré-eleitoral e com o próximo governo assumindo, achamos que dificilmente o país escapa de uma contração na atividade.** O BC também alertou, que devido à persistência inflacionária só deveremos ver redução de juros no fim de 2023 ou até mesmo em 2024, aqui também concordamos com a leitura da entidade.

Juro real ex-ante e IBC-Br



Fontes: Bloomberg, Kairós Capital

De resto, é o desânimo de sempre com o país. Claro que inflação é um problema para todo mundo, em especial para um governo buscando reeleição. Como se resolve isso? Jogando mais gasolina na fogueira e fazendo mais transferência direta. Não tem nem um ano e lá vamos nós estourar o teto novamente, com um extra de R\$ 40 bilhões para aumentar o Auxílio Brasil e ajudar os caminhoneiros e taxistas. **O teto virou já uma piada de mau gosto, um teto solar onde a criança no banco de trás toda hora aperta o botão para ele abrir.** E fazendo-se justiça, isso está acontecendo pelo mundo, governos como o da Espanha ou o da Califórnia estão também concedendo benefícios para “combater” a inflação.

Neste mundo infantilizado em que vivemos, onde ninguém pode sentir dor, era até esperado que uma vez aberta a porteira da transferência direta, ela ficaria aberta. Como se diz no interior, passa boi, passa boiada. **O problema é que o Brasil é um país emergente e essa lambança fiscal (afinal, agora qualquer coisa é só fazer transferência direta) cobra um preço em termos de prêmio de risco nos ativos e em última instância no crescimento do país.** A corrida eleitoral entra nos seus últimos 100 dias e vamos deixar para falar mais sobre isso numa próxima oportunidade.



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:

