

## Políticas monetárias suaves, estagflação e preços dos ativos

A moda, no momento, é a expectativa de recessão (e suas consequências) nos EUA e na Europa, particularmente na Zona do Euro (EA). As razões por trás disso vão desde as expectativas de elevação das taxas de juros nos EUA e na EA até conflitos geopolíticos, passando por inflação elevada, a qual corrói o poder de compra de consumidores e empresas de pequeno e médio porte, principalmente. A mais relevante consequência da forte inflação e da alta mais forte dos juros básicos, no curto prazo, é a queda da inclinação da curva de juros futuros, uma vez que a subida mais significativa do juro básico e dos juros futuros de curto prazo, necessária para combater a inflação ao longo dos próximos dois anos, tira a pressão sobre a elevação dos juros no futuro, especialmente entre três a cinco anos à frente. Esse resultado, que ocorre tanto na EA quanto nos EUA, é visto como parte da solução da inflação relativamente elevada que tanto afligia os investidores há dois meses.

No entanto, recentemente, a queda da inclinação da curva de juros trouxe à tona o fantasma da recessão nos EUA e na EA. Altas mais expressivas dos juros de curto prazo aumentam o custo do financiamento de bens de consumo duráveis (como automóveis), de imóveis residenciais e comerciais, e do giro da produção e dos investimentos corporativos. Ao mesmo tempo, o crescimento dos juros de curto prazo diminui os preços dos ativos de risco, como os de ações nas bolsas e os de imóveis, gerando a sensação de perda de riqueza em famílias e empresas. No final das contas, a alta do juro de curto prazo diminui o consumo pessoal e os investimentos privados, tornando a recessão uma (quase inevitável) profecia autorrealizável.

A probabilidade relativamente elevada de recessão tem levado o Fed e o Banco Central Europeu (BCE) a tomarem cuidado com o aumento mais acelerado e abrupto de suas respectivas taxas básicas de juros, produzindo um cenário alternativo à recessão, caracterizado por crescimento relativamente baixo e inflação mais elevada e persistente em 2023 e 2024. Esse quadro “substituto” à recessão seria a estagflação. Ela não significa uma solução que os bancos centrais de países desenvolvidos estejam perseguindo, mas, sim, os resultados de políticas monetárias que buscam controlar a inflação sem desacelerar a economia repentinamente e elevar o desemprego descontroladamente. Mas esse objetivo é difícil de ser atingido porque:

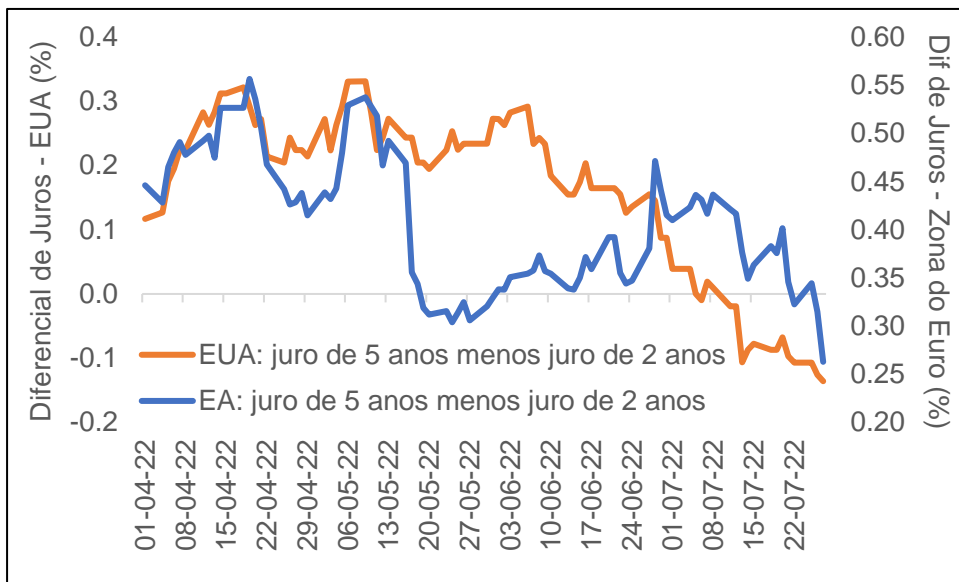
- (i) há falta de mão de obra qualificada, principalmente nos EUA;
- (ii) há, conseqüentemente, um rápido e forte crescimento anual dos salários nominais, entre 4% (na EA) e 5,5% por mês (nos EUA);
- (iii) há restrições de oferta global de produtos industriais e semimanufaturados contribuindo junto com a alta de salários para a resistência da inflação elevada no curto prazo.

A busca dos bancos centrais de países desenvolvidos pela sintonia fina entre desaceleração do PIB e o controle da inflação tem detalhes que podem tornar menos difícil essa tarefa. Vejamos.

Nos EUA, ao mesmo tempo que o Fed concede que a inflação está muito elevada, o que requer o juro básico (a Fed Funds Rate, FFR) acima de 4% já no 1T23, o banco central norte-americano entende que a inflação é passageira. Em outras palavras, o Fed espera que a inflação desacelere de 8,6% atualmente para perto de 2% até o último trimestre de 2024, sem que o juro básico ultrapasse 3,5%. O que evitaria que o PIB tombasse nestes dois anos e que o desemprego atingisse patamares acima de 4% ao longo de 2023.

A fim de fazer a inflação desabar no curto prazo, o que é importante para conquistar credibilidade junto aos mercados, o Fed deve subir a FFR para perto de 3,5% o mais rápido possível (ante 2,5% atualmente), preferencialmente até o final de 2022. Uma vez que o mercado de juros aceite que a inflação é temporária e ceda até o final de 2024 para 2%, assumindo a FFR na vizinhança de 3,5%, os juros futuros dos títulos públicos federais norte-americanos com vencimento até dois anos tendem a permanecer iguais ou acima da taxa de cinco a dez anos.

## Evolução do diferencial de juros americano e europeu (5 anos - 2 anos) (% p.p)

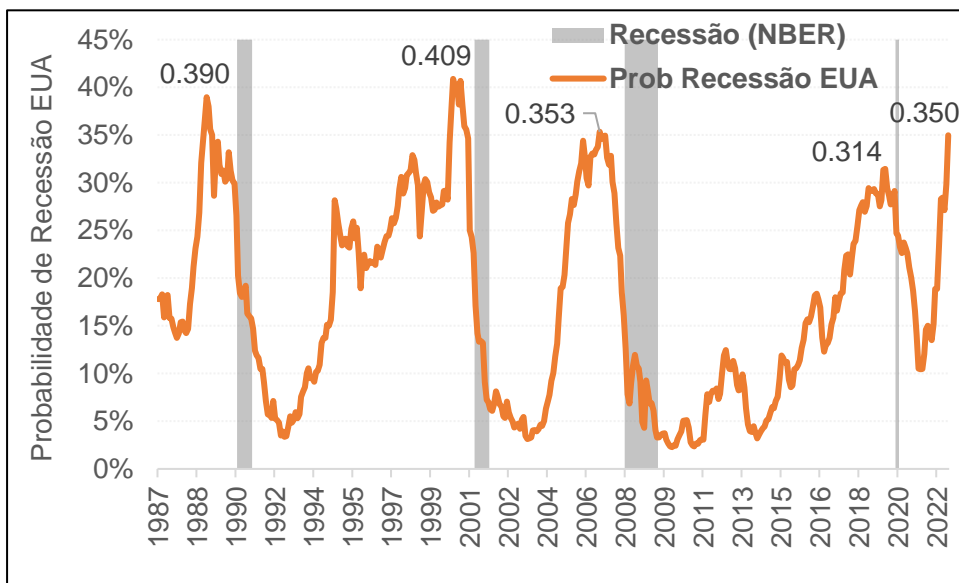
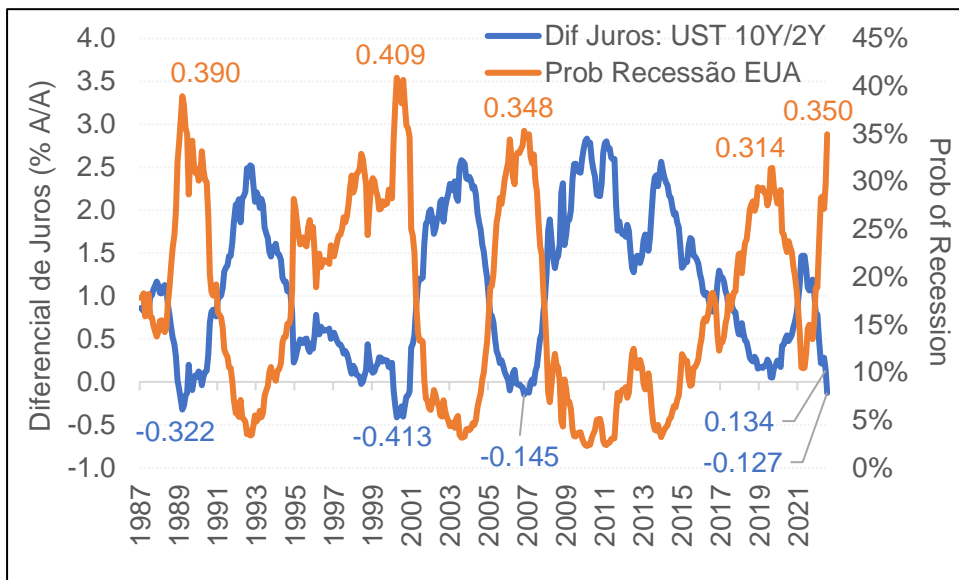


**Fontes:** Federal Reserve, Kairós Capital

No entanto, a curva de juros nos EUA quase horizontal ou mesmo com inclinação negativa traz sinais de que a política monetária mais apertada no curto prazo e a sintonia fina entre desaceleração econômica e inflação decrescente em 2022 e 2023 são tarefas bem difíceis. Em geral, o mercado de juros interpreta a inclinação da curva de juros progressivamente negativa como um aumento da probabilidade de recessão nos EUA nos próximos 12 a 18 meses. De acordo com os nossos cálculos, a probabilidade está em pelo menos 35% ante o limite médio de 45% que caracterizou 2000 a 2020. Similarmente, as estimativas dos analistas para probabilidade de recessão nos EUA estão, em geral, entre 35% a 45% nos 12 a 18 meses à frente.

**Probabilidade de recessão nos EUA**

(%)



**Fontes:** Federal Reserve, NBER, Kairós Capital

No âmbito dos preços dos ativos, a tentativa do Fed de conduzir a política monetária menos agressivamente e mais pacientemente tem gerado distorções, a exemplo da cotação do dólar em relação à cesta de moedas e das bolsas norte-americanas. No caso da bolsa, a iminência de uma recessão ou mesmo o cenário de estagflação deveria levar o S&P 500 abaixo de 4.000 pontos, mas contraditoriamente (aparentemente) ele se encontra em quase 4.200 pontos. Como os mercados de

ações olham para o longo prazo, as expectativas parecem trazer ao valor presente a confiança de que a inflação será domada em 2024 para perto de 2%, permitindo que o juro de curto prazo volte a ser baixo novamente, provavelmente também perto de 2%.

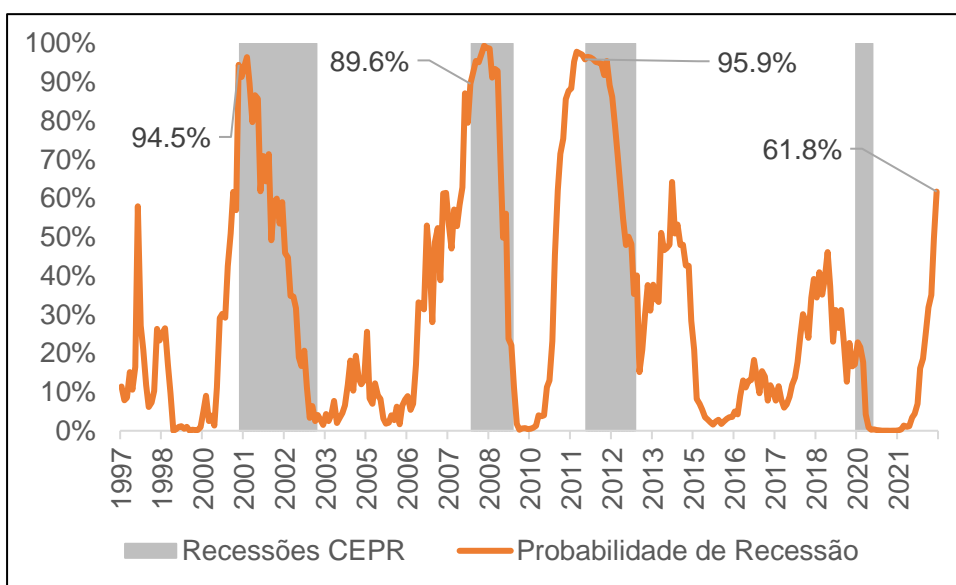
Na Zona do Euro (EA), por seu turno, a narrativa sobre inflação elevada, mercado de trabalho apertado e salários nominais em alta se assemelha quantitativamente à norte-americana ao mostrar, atualmente, a inflação anual ao consumidor em 8,6% e o desemprego em 5,5%, abaixo do seu nível normal entre 7% e 8%. No entanto, há três diferenças qualitativas muito importantes:

- (i) há mais espaço fiscal para a expansão de gastos na EA e mais margem de manobra no balanço do Banco Central Europeu (BCE) para a compra de ativos a fim de injetar liquidez no sistema financeiro. O que mantém os spreads bancários e os juros de longo prazo relativamente contidos, mantendo o sistema monetário e financeiro saudável para conceder crédito, ao mesmo tempo que o banco central se vê obrigado a elevar o juro para 1,5% a 1,75% por conta da inflação relativamente alta;
- (ii) a alta inflação da EA, assim como a do Reino Unido, é largamente afetada pela elevação dos preços da energia gerada pelo alto preço do petróleo e do gás natural, o qual está sujeito às restrições de oferta mais severas em função da continuidade do conflito entre Rússia e Ucrânia;
- (iii) dado que parece que o conflito entre os dois países vai durar mais tempo do que o esperado pelos analistas geopolíticos, a probabilidade de a EA e o Reino Unido encararem o inverno em meio às restrições de oferta e inflação elevada é relativamente grande. Essa possibilidade tende a reduzir os gastos das famílias em bens de consumo, os dispêndios de turistas em bens e serviços e as despesas das empresas em produção no curto prazo e em investimentos no longo prazo.

O ponto (iii) implica que a probabilidade de recessão na EA é mais função dos choques negativos associados ao conflito Rússia-Ucrânia, aos efeitos inflacionários do aumento de preço do gás natural e à qualquer eventual diminuição de liquidez no sistema monetário do que da inclinação da curva de juros (como no caso dos EUA). De fato, o modelo de probabilidade de recessão que fizemos para a EA mostra que quanto menor a quantidade de moeda e liquidez no sistema (medida pelo M1, que é o

volume de papel moeda nas mãos do público e circulando no sistema financeiro mais o valor dos depósitos à vista e a prazo nos bancos), maior a probabilidade de recessão. Ou seja, diante do cenário de restrição de oferta e alta inflação, o BCE deve perseguir medidas compensatórias para manter o sistema monetário e financeiro relativamente líquido.

**Probabilidade de recessão na Zona do Euro**  
(%)



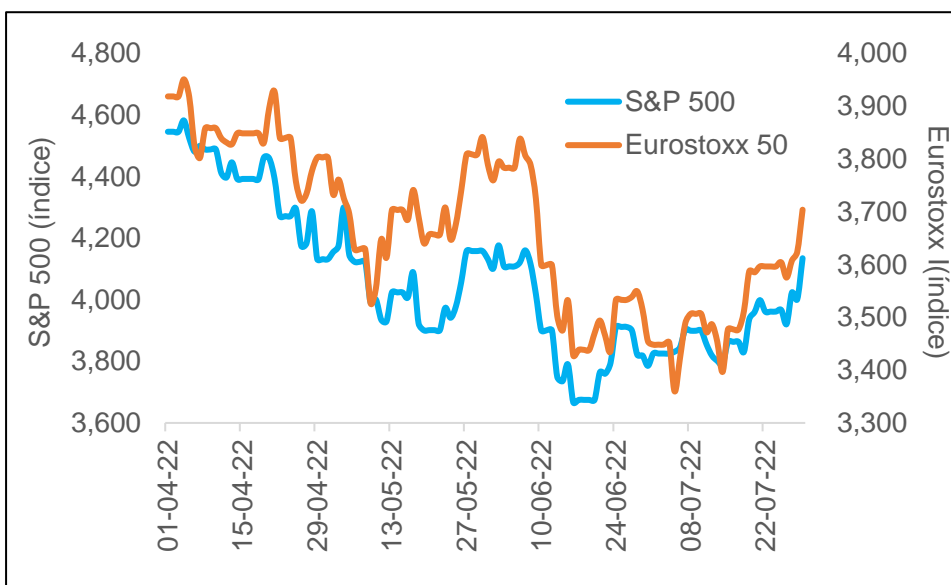
**Fontes:** CEPR, Kairós Capital

Para exemplificar, diante do valor atual de M1, descontada a inflação, nós calculamos a probabilidade de recessão em 62% ante a média histórica dos períodos recessivos de 90%. Está longe do limite, certo? No entanto, as restrições de oferta e a alta esperada do preço do gás natural tendem a elevar a probabilidade de recessão ao reduzir o valor do M1 descontado pela inflação até o final do ano. Portanto, à medida que a inflação acelera, cabe ao BCE injetar de liquidez no sistema financeiro por meio da compra de ativos para manter a probabilidade de recessão na EA perto de 60%, no máximo.

Finalmente, como no caso norte-americano, a bolsa na EA, medida pelo nível do índice Eurostoxx, está em níveis muito altos, perto de 3.800 pontos. Por incrível que pareça, diariamente, nos últimos quatro meses, isso é explicado, em parte, pela perspectiva de alta mais suave do juro de curto prazo perseguida pelo Fed e pelo BCE, e, neste sentido, pela persistência do índice S&P 500 no patamar entre

4.100 e 4.200 pontos. Ou seja, a insistência do FOMC em elevar a FFR o mais suavemente possível para 3,5% a 3,75% até o 1T23 e a expectativa de que o comitê a reduza o mais rápido possível, dando um cavalo de pau na política monetária, mantêm os preços de ativos de risco (como o S&P 500 e o Eurostoxx) elevados e, acima de tudo, correlacionados nos últimos 120 dias.

**Evolução da bolsa europeia (Eurostoxx) e americana (S&P500)**  
(%)



**Fontes:** Bloomberg, Kairós Capital

Finalmente, os resultados sobre os preços dos ativos, como as bolsas, comprovam como é difícil para os bancos centrais fazerem sintonia fina por meio da política monetária. Por um lado, quanto mais altos os preços dos ativos mantêm o valor da riqueza das famílias elevado, como os índices de ações, menor a probabilidade de recessão. Por outro, quanto mais lenta e limitada a alta de juros na Europa e nos EUA, mais alta a inflação, o que reduz o poder de compra das famílias e das empresas, desacelerando os PIBs mais significativamente, o que é ruim para os índices de ações. Há, portanto, uma forte distorção entre os elevados preços dos ativos financeiros e as perspectivas de inflação alta junto com o crescimento econômico baixo. Ela é provocada pelas políticas monetárias relativamente suaves adotadas pelos bancos centrais de países desenvolvidos. Alguém tem que ceder.



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:

