

Impactos (indesejáveis) da dura política monetária global

A alta mais agressiva da taxa básica de juros voltou a ser tema das discussões entre os membros dos comitês de política monetária na Europa e nos EUA, tanto em relação à intensidade das elevações do juro, por reunião dos colegiados, quanto do seu nível terminal necessário para combater a inflação, sem levar as economias para recessões mais profundas. No Brasil, em particular, a discussão sobre a condução da política monetária está centrada na manutenção da Selic em 13,75% pelo maior período possível, objetivando trazer a inflação para o seu centro da meta (de 3%) em 2024, e na eventual redução da taxa básica no segundo semestre de 2023. Essa rápida descrição mostra que o Banco Central Brasileiro (BCB) conseguiu concluir o dever de casa, recomendado pela regra de política monetária utilizada em sistemas de metas de inflação (a chamada Regra de Taylor), enquanto os outros bancos centrais de regiões desenvolvidas (e emergentes) ainda estão pouco além do meio do caminho da alta da taxa de juros recomendada pela Regra de Taylor.

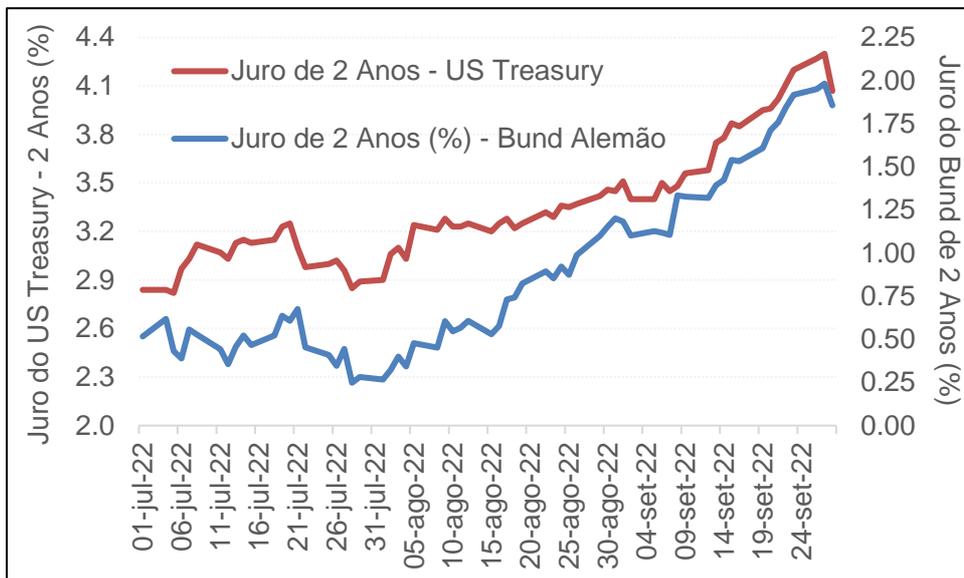
O endurecimento do tom dos diretores dos bancos centrais nos EUA, na Zona do Euro e no Reino Unido tem em comum a resistência do núcleo de inflação ao consumidor (que exclui alimentos e energia, conferindo maior peso à alta da inflação de serviços) acima da meta em 2023 e, no caso dos EUA, também em 2024. Ao mesmo tempo, as particularidades de cada economia também pesam na mudança de humor dos diretores pertencentes a cada colegiado:

- (i) Nos EUA, o mercado de trabalho, caracterizado pelo forte aumento de emprego e, ao mesmo tempo, diminuição na mão de obra disponível para trabalhar, contribui para pressões inflacionárias mais duradouras;
- (ii) Na Zona do Euro, a continuidade do conflito entre a Rússia e a Ucrânia e a proximidade do inverno adicionarão choques inflacionários no fim de 2022 e no início do ano que vem;
- (iii) No Reino Unido, o anúncio da maior isenção de impostos desde 1970 – que abrange o corte de impostos sobre folhas de pagamento, congelamento de impostos sobre empresas, abolição de teto para bônus bancários e subsídios para contas de energia nos próximos dois anos – deve custar 1,4% do PIB. O pacote fiscal tende, portanto, a sustentar a inflação por mais tempo do que o Banco Central do Reino Unido previa, por conta da desvalorização

esperada da libra e da demanda agregada por bens e serviços acima do PIB (ou da capacidade total de oferta).

Nesse sentido, em setembro, os juros dos títulos dos tesouros de 2 anos passaram a embutir taxas terminais no final de 2022 ou no primeiro trimestre de 2023 perto de 4,5% nos EUA, 2,5% na Zona do Euro e 5% no Reino Unido, sendo que – de acordo com a regra de Taylor que calculamos – a taxa básica de juros terminal na Zona do Euro pode chegar a 3,5%. A consequência mais imediata, em geral, das taxas de juros mais altas do que eram previstas antes de setembro é a desaceleração do crescimento econômico em cada uma dessas economias já no quarto trimestre de 2022 e variações do PIB e de índices de atividade econômica no campo negativo no primeiro semestre do ano que vem. O segundo efeito mais provável é a desvalorização adicional das bolsas de valores nos EUA, na Zona do Euro e no Reino Unido não só por conta das taxas de juros real (descontada a inflação) e nominal mais altas, mas também devido aos níveis mais fracos de atividade econômica, o que sem dúvida reduz as expectativas de lucratividade nos vários setores das diferentes economias mencionadas. As preocupações com as pressões inflacionárias e com as suas causas em cada uma dessas regiões se acentuaram mais significativamente em setembro, como pode ser visto no gráfico de juros dos títulos de 2 anos nos EUA e na Zona do Euro.

Evolução do juro de 2 anos americano e alemão (% a.a)



Fontes: Federal Reserve, Eurostat e Kairós Capital

Nos EUA, especificamente, a mudança de tom do comitê de política monetária do Fed ocorreu em dois momentos marcantes: primeiro, no final de agosto, quando o presidente do Federal Reserve (Fed), Jerome Powell, discursou no evento em Jackson Hole, no estado do Wyoming, mostrando maior preocupação com a resistência da inflação e com o mercado de trabalho aquecido. Segundo, na reunião do Fed de 21 de setembro, quando o FOMC aumentou a taxa básica de juros (a Fed Funds Rate, ou FFR) de 2,5% para 3,25% e divulgou as projeções trimestrais, em que as revisões (para cima) do desemprego, da inflação e da FFR em 2023 e 2024 foram significativas, como mostra a tabela a seguir.

Projeções econômicas do presidente e dos diretores do Fed		2022	2023	2024	2025	Longo Prazo
Taxa de desemprego (%)	Projeção de Setembro/22	3.8	4.4	4.4	4.3	4.0
	Projeção de Junho/22	3.7	3.9	4.1	-	4.0
Núcleo do PCE (% anual)	Projeção de Setembro/22	4.5	3.1	2.3	2.1	-
	Projeção de Junho/22	4.3	2.7	2.3	-	-
Fed Funds Rate (FFR %)	Projeção de Setembro/22	4.4	4.6	3.9	2.9	2.5
	Projeção de Junho/22	3.4	3.8	3.4	-	2.5

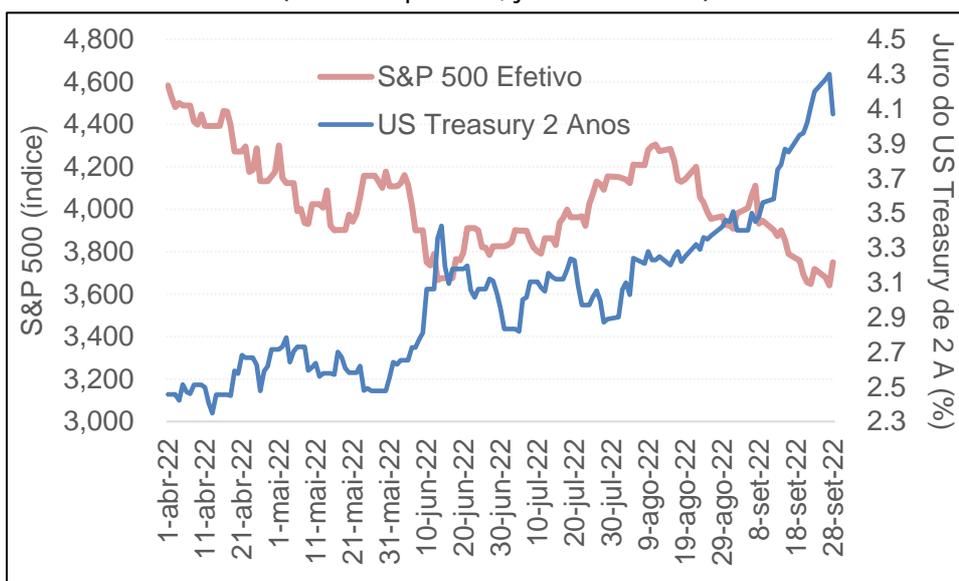
Fontes: Federal Reserve e Kairós Capital

Vale destacar que os nossos cálculos para a FFR, de acordo com a Regra de Taylor, apontam para 4,5% a 5% desde o final do primeiro semestre, o que ainda não é suficiente para trazer a inflação para a meta de 2% em 2023 e 2024. Na verdade, a FFR em 4,5% deve levar o núcleo da inflação ao consumidor, medido pela variação anual do PCE (Price Consumption Expenditure), para 2,9% a 3,4% em 2023 e 2,3% em 2024, bem acima da inflação perseguida pelo FOMC.

Em termos de preços de ativos, a permanência da FFR e do juro nominal do título do Tesouro de 2 anos perto de 4,5% tenderá a fazer com que as Bolsas se desvalorizem. A desvalorização dos índices de ações, aliás, é um componente importante na queda do consumo pessoal, que pesa pouco mais de 70% no PIB, por meio da perda de riqueza e da redução de parte do patrimônio real das famílias norte-americanas. Portanto, as simulações indicam, nesse sentido, que a FFR em 4,5% em dezembro de 2022 e a sua permanência entre 4,5% e 5% até o fim de 2023 podem levar o PIB norte-americano para uma variação de -0,6% a -0,3% no ano que vem ante a expectativa de 1,2% a 1,5% em 2022. A busca simultânea da variação do PIB sem recessão e da convergência da inflação ao consumidor para perto de 2% em 2024 é uma tarefa quase impossível com a FFR em pelo menos 4,5% ao longo do ano que vem.

Evolução do S&P500 e do juro americano (2 anos)

(S&P em pontos, juro em % a.a)



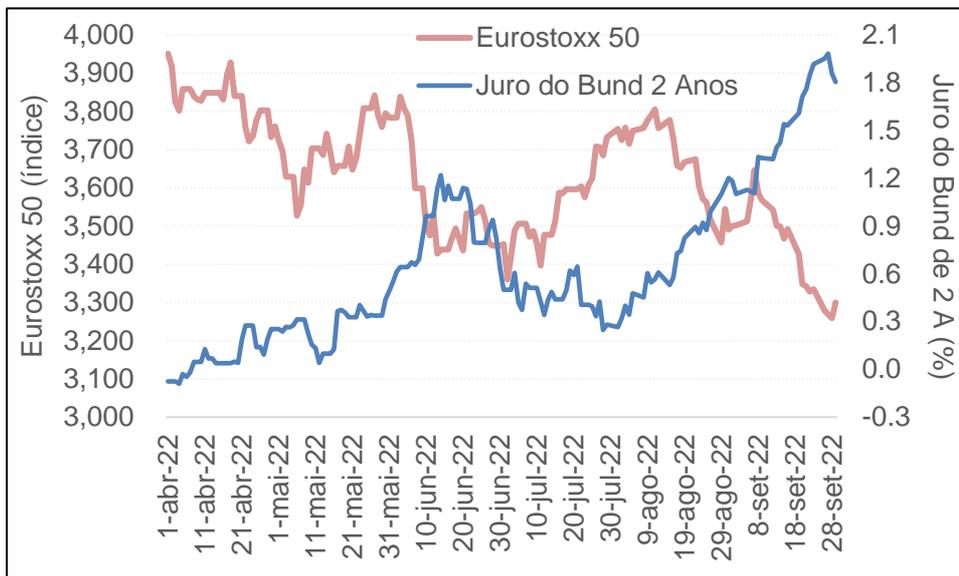
Fontes: Federal Reserve, Bloomberg e Kairós Capital

Na Zona do Euro, como mencionado acima, além da inflação já elevada por conta do mercado de trabalho apertado e das pressões advindas da crise de energia, há impulsos fiscais, principalmente na Alemanha, destinados à contenção dos efeitos dos choques de preços da energia esperados, principalmente, para o período entre dezembro de 2022 e março de 2023. O pacote fiscal alemão visa criar uma proteção para consumidores residenciais e corporativos por meio, principalmente, da redução do imposto sobre valor adicionado sobre o gás em geral e o gás de aquecimento, de 19% para 7%, totalizando 5,7% do PIB alemão. Por um lado, essa medida gera um alívio nas expectativas de inflação entre o último trimestre de 2022 e o primeiro trimestre de 2023; por outro, a incerteza potencialmente criada por mais expansão fiscal à frente devido à eventual extensão do conflito Rússia-Ucrânia tende a manter o euro mais desvalorizado com relação ao dólar, contribuindo para a resistência da inflação da Zona do Euro relativamente elevada até o primeiro trimestre de 2023, entre 9% e 10% ao ano.

Duas forças entram em ação, portanto, para levar o PIB da Zona do Euro, puxado, especialmente, pelo alemão, a sofrer variações negativas entre o 4T22 e 2T23: (i) a alta do juro básico que pode ser fixado em 3,25%, de acordo com a Regra de Taylor; (ii) a restrição de consumo de energia elétrica que tende a ser imposta sobre o setor industrial, comercial e residencial, principalmente na Alemanha, durante o inverno. Assim como nos EUA, a alta do juro básico na Zona do Euro e o eventual tombo do PIB também deverão contribuir para a desvalorização das bolsas; simultaneamente, a contração patrimonial das empresas e famílias acentuaria a probabilidade da recessão na Zona do Euro ocorrer já no primeiro trimestre de 2023.

Evolução do Eurostoxx 50 e do juro alemão (2 anos)

(Eurostoxx em pontos, juro em %a.a)



Fontes: Eurostat, Bloomberg e Kairós Capital

Altas de juros no mundo desenvolvido, recessões nas economias avançadas, quedas de PIBs, de bolsas e de riqueza real e nominal nos EUA, na Zona do Euro e no Reino Unido viraram o nome do jogo nos próximos meses. O que nos chama a atenção é que, no meio de expansões fiscais relativamente fortes, os receios dos principais bancos centrais globais em provocar (breves) recessões para combater a alta inflação é bem menor do que há dois meses. O problema é contar com a brevidade da recessão.



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:

