

Feliz Ano Velho!

"Those who have knowledge don't predict. Those who predict don't have knowledge"
(Lao Tzu)

Toda virada de ano é a mesma coisa, os investidores têm suas caixas de entrada atoladas por uma avalanche de previsões de como a economia e os investimentos irão se comportar no próximo ano.

Não vamos desperdiçar o seu precioso tempo com tão fútil exercício. Aqui temos um pequeno exemplo do quão longe essas previsões passam, o texto abaixo é de dezembro de 2021.

*"For 2022, the benchmark S&P 500 will gain 7.5% from Tuesday's close of 4,567 **to end the year at 4,910**, according to the median forecast of 45 strategists polled by Reuters over the last two weeks."*

A maior vantagem de não se fazer previsões é justamente não ancorarmos nossas cabeças com cenários pré-definidos e sim termos a mente aberta para a evolução dos fatos e das surpresas, positivas ou negativas. Vamos falar um pouco como vemos o entrelaçamento de economia e mercados, tanto no Brasil quanto globalmente, para o começo de 2023.

Começando pelo Brasil. **Parece que o país está condenado, assim como Sísifo, a empurrar uma pesada pedra montanha acima. E quando a pedra está quase alcançando o cume, ela rola montanha abaixo e Sísifo tem de recomeçar o seu penoso trabalho, indefinidamente.** Vejamos, após os governos Lula e Dilma, que deixaram o legado de inflação, recessão, desemprego e estatais arrasadas, começamos um lento e consistente processo de reconstrução e boas práticas, nos governos Temer e Bolsonaro. A sociedade, ao invés de escolher a continuidade do que vinha funcionando, escolheu o retorno das más práticas, como já vem sendo amplamente falado e sinalizado pelo presidente eleito Lula e pelo seu time de transição.

Começando pela crença básica do novo governo. **O Estado é o grande indutor da economia. Ponto.** Nesta profissão de fé, temos duas alavancas que retiram eficiência da economia ao mesmo tempo. A primeira alavanca é a maior tributação, condição necessária na construção de um estado grande. Cremos que o aumento da carga tributária é quase inevitável após o estrago de R\$ 200 bilhões (algo

como 2% do PIB) promovido pela PEC da Transição (ou da Lambança Fiscal conforme os críticos), aprovada pelo Congresso. Parte disso será feito via retorno de alíquotas sobre combustíveis e energia, e parte será nova tributação, no escopo da reforma tributária que é agenda prioritária do novo governo. A segunda alavanca é que quando o estado passa a ser o alocador de recursos na sociedade, em geral o critério deixa de ser eficiência e retorno do investimento e passa a ser o critério político, várias vezes dos “amigos do rei”. Já vimos isso com o BNDES escolhendo os campeões nacionais nos antigos governos do PT. **A resultante, já conhecida, é crescimento menor e de baixa qualidade, fora o risco de aumento da corrupção.**

Vamos partir de algumas premissas hipotéticas e tentar ver a evolução da dívida bruta do governo federal, como percentual do PIB. Assumimos neste exercício uma pequena recessão em 2023, seguida de crescimentos medíocres. Também tomamos como razoável uma inflação ainda persistente (afinal teremos impulso fiscal) e um BC vigilante, mantendo o juro real alto e em território restritivo, conforme a tabela abaixo.

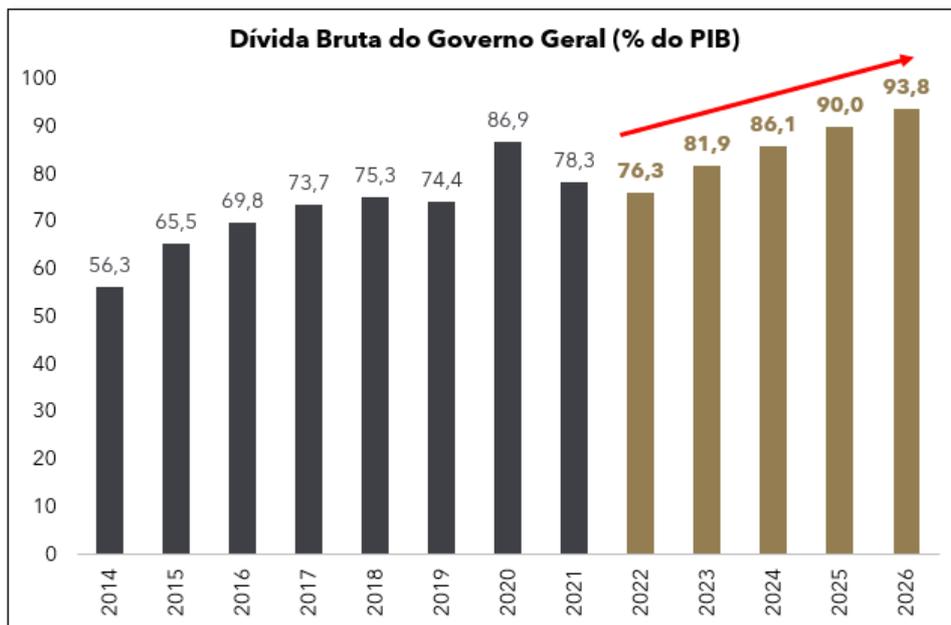
Premissas para o exercício fiscal

Premissas	PIB Real (%)	SELIC (% a.a)	IPCA (%)	Déficit Primário (% do PIB)	USDBRL	Juro Real
2023	-0,5%	14,00%	7,0%	-2,0%	R\$ 5,40	7,00%
2024	0,5%	12,75%	5,8%	-2,0%	R\$ 5,70	7,00%
2025	1,0%	12,25%	5,3%	-2,0%	R\$ 6,00	7,00%
2026	1,0%	12,00%	5,0%	-2,0%	R\$ 6,30	7,00%

Fontes: STN, Kairós Capital

Esta configuração nos traria a seguinte evolução da dívida bruta até o final do mandato Lula III. Pioraríamos a relação dívida/PIB em quase 20 pontos percentuais!

Trajetória da Dívida Bruta do Governo Geral (% do PIB)



Fontes: STN, Kairós Capital

Fizemos também essa matriz de sensibilidade, onde as variáveis de ajuste são o resultado primário e o juro real. Não é necessário grande apuro técnico para ver que a trajetória de estabilidade da dívida exige a manutenção de um superávit primário ao mesmo tempo que se pratica um juro real baixo.

Tabela de Sensibilidade da Dívida/PIB – Juro Real e Déficit Primário

		Juro Real (SELIC - IPCA)								
		2,0%	3,0%	4,0%	5,0%	6,0%	7,0%	8,0%	9,0%	10,0%
Déficit Primário Médio (% do PIB)	1,00%	74,2%	76,0%	77,8%	79,7%	81,6%	83,5%	85,5%	87,5%	89,6%
	0,25%	76,6%	78,4%	80,3%	82,2%	84,1%	86,1%	88,1%	90,2%	92,3%
	-0,50%	79,0%	80,8%	82,7%	84,7%	86,7%	88,7%	90,7%	92,8%	95,0%
	-1,25%	81,4%	83,3%	85,2%	87,2%	89,2%	91,3%	93,4%	95,5%	97,7%
	-2,00%	83,8%	85,7%	87,7%	89,7%	91,7%	93,8%	96,0%	98,2%	100,4%
	-2,75%	86,2%	88,1%	90,2%	92,2%	94,3%	96,4%	98,6%	100,8%	103,1%
	-3,50%	88,6%	90,6%	92,6%	94,7%	96,8%	99,0%	101,2%	103,5%	105,8%
	-4,25%	91,0%	93,0%	95,1%	97,2%	99,4%	101,6%	103,9%	106,2%	108,5%
	-5,00%	93,4%	95,5%	97,6%	99,7%	101,9%	104,2%	106,5%	108,8%	111,2%

Fontes: Kairós Capital

A Kairós Capital tem uma idade média relativamente elevada, e os nossos cabelos brancos sabem que a planilha aceita tudo, logo o exercício acima é muito mais um “cheiro” da direção das coisas e um “indicativo” dos botões que o governo Lula III poderá tentar apertar, do que uma projeção.

Uma combinação que funcionaria seria a produção de superávit primário de 1% do PIB com juro real perto do neutro, ao redor de 3%. Isso nos levaria para um endividamento caindo dos atuais 76,3% para cerca de 73% no fim do mandato Lula III. Difícil acreditar! Sabemos que a gênese deste modelo de governo é gastar mais e consequentemente produzir déficits e não superávits. **Logo o “botão” disponível para o nosso piloto apertar, o que sobra, é o do juro real.** O problema é que esse não é exatamente um “botão” disponível para o governo, dado que temos (ainda) um BC independente para balizar a taxa básica de juros e um mercado de renda fixa para balizar a estrutura a termo da taxa de juros.

Bem, algumas hipóteses são possíveis para a criação deste “botão”, não necessariamente excludentes;

- 1) **Derrubada da autonomia do BC**, com isso os juros básicos serão determinados onde o governo quiser. Para isso basta uma votação com maioria simples no Congresso.

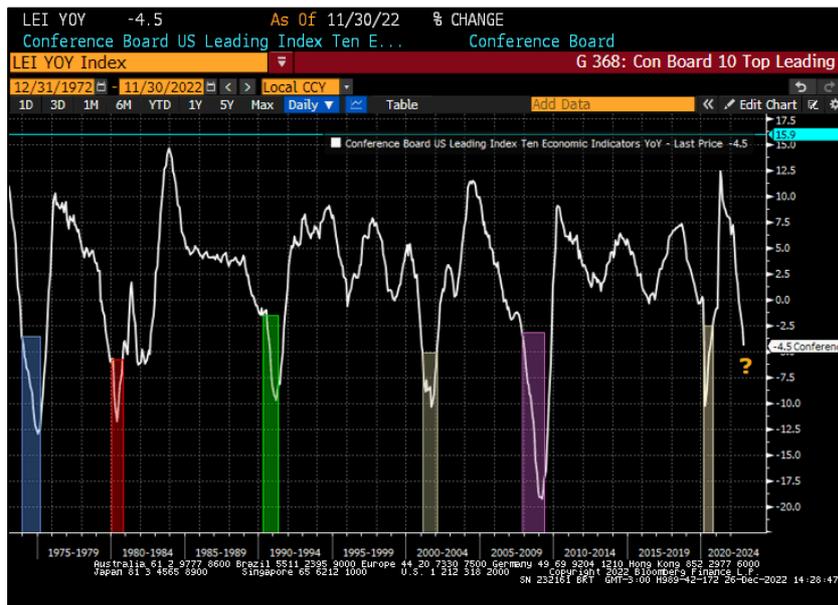
- 2) **Mudança da meta de inflação pelo CMN** (onde o BC é minoria), o que implicitamente permitirá juros menores pelo BC, mesmo que mantendo-se a autonomia
- 3) **O novo governo vem flertando com a MMT** (Teoria Monetária Moderna), que os críticos chamam de árvore mágica de dinheiro. Seja no texto preliminar na PEC da Transição, seja em artigos na mídia, como este no Valor Econômico, que foi escrito por André Lara Resende (<https://valor.globo.com/opiniao/coluna/os-juros-outra-vez.ghtml>), estamos vendo o governo se enamorando da ideia, que consiste basicamente no Banco Central imprimindo dinheiro para comprar os títulos emitidos pelo Tesouro para bancar o déficit público do governo. Naturalmente tal política é inflacionária e levará o mercado a vender os títulos longos e comprar moeda estrangeira, o que trará mais inflação e recessão. Os advogados da MMT usualmente a receitam em conjunto com controle da curva de juros (YCC), uma espécie de tabelamento dos juros, não somente o básico, mas de toda a estrutura a termo. O Japão fez isso recentemente e conseguiu como resultado uma desvalorização cambial de quase 20% no pior momento de 2022. **Em países de passado inflacionário, como o Brasil, cremos que é uma péssima ideia e de grande risco inflacionário.** Equivale a distribuir cachaça na reunião dos Alcoólicos Anônimos.

É claro que quando um novo governante senta-se na cadeira a realidade pode se impor, dada as restrições que o mundo real impõe. **Porém o nosso cenário não é esse, estamos trabalhando com o perfil das pessoas indicadas até agora e com as sinalizações que têm sido passadas nas entrevistas. Esperamos um 2023 com menor crescimento (que já estava encomendado pelos juros altos), inflação persistente e maior do que em 2022, maior desemprego e um governo que a todo momento testará os limites fiscais (e monetários) com o mercado financeiro.** O que trará volatilidade e prêmios elevados de risco para os ativos nacionais. Naturalmente parte deste prêmio será função do cenário externo, que iremos comentar a seguir.

O processo de aperto monetário no mundo desenvolvido (US e EU) segue o seu curso em 2023. **Esperamos que ambos os blocos experimentem pelo menos uns poucos trimestres recessivos.** Nos Estados Unidos temos o Conference Board Leading Index, que agrega os 10 índices mais

significativos do ponto estatístico. Esse índice acertou 100% das recessões nos últimos 50 anos, quando sua variação ano contra ano cruza para o campo negativo (como agora). O gráfico fala por si.

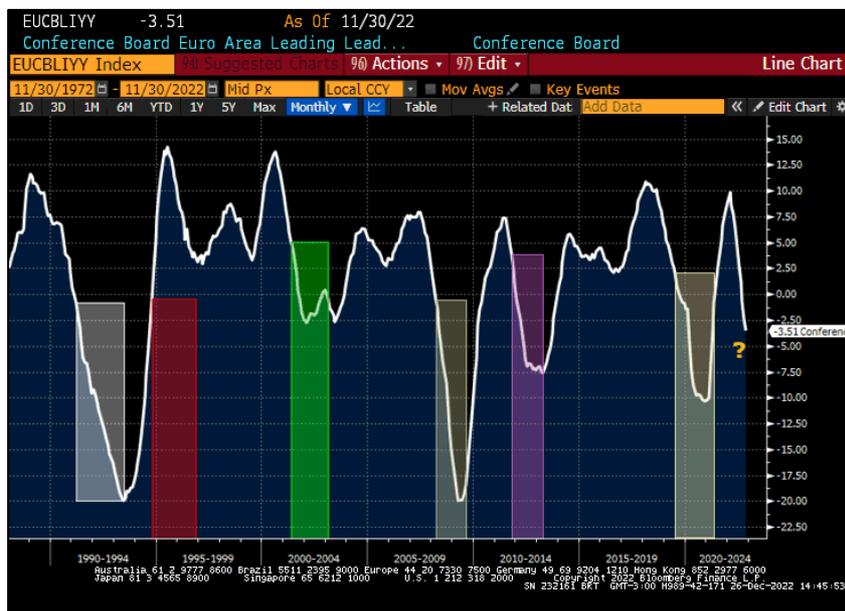
Conference Board Leading Index para os EUA



Fontes: Bloomberg, Kairós Capital

O mesmo indicador para EU mostra um acerto de 5 em 6 recessões desde 1988, vide gráfico;

Conference Board Leading Index para EU

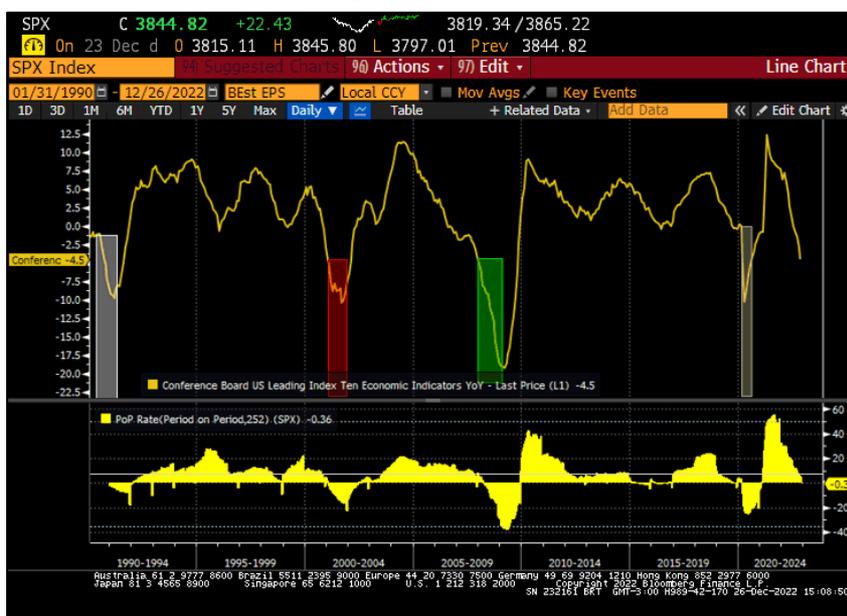


Fontes: Bloomberg, Kairós Capital

O motivo é amplamente sabido por todos, ambos os BC´s estão em processo de aperto monetário e retirada de liquidez, para combater a maior inflação dos últimos 50 anos, nos dois blocos. O processo de alta de juros deverá prosseguir, pelo menos no primeiro trimestre de 2023, e os juros devem permanecer altos até que a inflação dê sinais inequívocos que irá convergir para a meta, na casa dos 2%. **O processo de aumento de juros já causou danos à alguns setores da economia americana, como o setor imobiliário e o setor industrial, porém no geral a economia continua relativamente resiliente, com desemprego ainda em patamar muito baixo, de 3,5%. cremos que é questão de tempo para essa queda de atividade chegar na economia como um todo, causando aumento do desemprego e redução da projeção de lucros do SP500.** No gráfico abaixo vemos a relação do indicador Conference Board Leading Index, variação ano contra ano, com a taxa de crescimento (ano contra ano) dos lucros do SP500 12 meses a frente. Em outras recessões foi comum vermos quedas de lucros entre 20% e 40%. Partindo do ponto atual, com lucros estimados em USD 230, uma queda adicional de 20% poderia levar os lucros para a casa dos USD 180. Mantendo-se uma relação preço/lucro dos atuais 17, estamos falando do índice na casa dos 3 mil pontos. Enxergamos as bolsas de países desenvolvidos, em especial a americana como caras para este ponto no ciclo econômico. Este ponto do ciclo é particularmente sensível, quando a recessão começa a bater,

aumentando o risco de um acidente de crédito e os bancos centrais se vem em uma situação pouco trivial de errarem quebrando a economia ou errarem cortando juros com a inflação ainda não resolvida. **Enxergamos um primeiro semestre ainda volátil e com viés negativo para os ativos de risco globais.** Nos US já começa a fazer sentido alguma posição aplicada em renda fixa, dado que maior parte do movimento de alta de juros parece ter sido cumprido e os riscos de acidente estão aumentando. Na EU, por seu turno, isso ainda parece cedo, pelo atraso do ECB no processo de aperto monetário.

Conference Board Leading Index e Lucros do S&P500 (A/A%)



Fontes: Bloomberg, Kairós Capital

Um outro fator que desperta preocupação é a China e sua política de combate a Covid. Após 2 anos de rígido controle social (política de Covid Zero) a insatisfação popular e os protestos levaram o governo de Pequim ao completo relaxamento do controle em relação a Covid. **O resultado foi uma contaminação em massa, o próprio governo parece estimar que já temos 250 milhões de chineses contaminados em dezembro, e notícias indicam crematórios, hospitais e UTI´s lotados e já falta inclusive oxigênio. Um cenário “Manaus”.** Isso já se mostra na desaceleração da atividade econômica, com os indicadores de mobilidade deprimidos e o risco de termos problemas na cadeia de suprimento global é real. **Um outro ponto para observarmos é a parte política e de coesão**

social, como a sociedade irá reagir a uma escalada de mortos que aponta para 1 milhão ou mais de mortos?

Em termos geopolíticos não temos muito para adicionar na guerra Ucrânia/Rússia, e tão pouco na questão Taiwan/China, porém serão dois vetores de volatilidade que entram 2023 sem sinal de melhoras.

Seja no cenário externo, onde 2023 é uma continuação do filme de 2022, seja no Brasil onde o futuro governo parece recuperar o filme de terror que foi a gestão econômica de governos petistas anteriores, o que vemos é um ano vindouro que de novo traz muito pouco. Por isso desejamos um Feliz Ano Velho aos nossos leitores, estimando muita saúde e resiliência para os desafios que batem à nossa porta.



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:

