

A dura tarefa do combate à inflação

A piora das condições financeiras nos EUA e no Brasil, por conta da desconfiança sobre a solidez dos bancos de médio porte (EUA) e da deterioração dos indicadores de crédito (Brasil), geraram expectativas mais otimistas em uma parte dos investidores sobre uma pausa na taxa de juros nos EUA em março e, no caso do Brasil, alguma indicação de redução da Selic em maio no comunicado ou na ata divulgada no mês passado. Em linha com a maior parte das perspectivas dos investidores, dos analistas e com as nossas projeções, nada disso ocorreu. Na verdade, as preocupações com a inflação no exterior e no Brasil continuam vivas e exigem vigilância e paciência do Fed, do Banco Central do Brasil e também (até mesmo) do Banco Central Europeu.

Nesse sentido, os eventos que marcaram março foram as decisões de política monetária nos EUA e no Brasil. A elevação da taxa do Fed Funds (FFR) pelo Comitê de Política Monetária (FOMC) nos EUA e a manutenção da Selic pelo Copom no Brasil eram amplamente esperadas e confirmaram as projeções de curto prazo. Nos EUA, o corredor de juros da FFR passou de 4,5% - 4,75% para 4,75% - 5,0%. No entanto, havia defensores de uma pausa na alta da FFR, mantendo o corredor da FFR em 4,5% - 4,75% enquanto a desconfiança sobre a solidez do segmento de bancos médios permanecesse relativamente elevada. No Brasil, por seu turno, a decisão de manutenção da Selic em 13,75% foi acompanhada de comunicado e ata duras, centrados na elevada incerteza inflacionária em 2023 e 2024, associada ao quadro fiscal aquém do ajuste ideal e na piora das projeções de inflação para 2023 e para o ano que vem. O comunicado do Copom, em particular, não só desagradou o poder executivo, em Brasília, mas também surpreendeu boa parte dos analistas e dos investidores.

No caso dos EUA, a nossa expectativa indicava a majoração da FFR para o teto de 5,0% na reunião de março, mas esperávamos que a sinalização da taxa terminal do ciclo de alta contida no conjunto de projeções do FOMC (divulgado ao fim de cada trimestre) apontasse para o teto entre 5,5% e 5,75%. A mediana das projeções dos 18 participantes da reunião do colegiado, que inclui os 11 diretores votantes do FOMC, é consistente com apenas mais uma elevação da FFR, a qual encerraria o ciclo de alta no intervalo entre o piso de 5,0% e o teto de 5,25%.

A tese de que o receio com o alastramento da crise entre os bancos regionais de médio porte seria motivo suficiente para o FOMC interromper o ciclo de alta da FFR abaixo do intervalo entre 5,5% e

5,75% parece ter feito eco na reunião de março. Mas, o fato é que as projeções de inflação dos membros do comitê entre a reunião de dezembro e a do mês passado subiram muito pouco para o período entre 2023 e 2024, com o núcleo da inflação ao consumidor (PCE, Price Consumption Expenditure, que exclui alimentos e energia) projetada para 2023 passando de 3,5% para somente 3,6% e o núcleo de 2024 subindo de 2,5% para apenas 2,6%.

Isso significa, em primeiro lugar, que a intenção do FOMC em pausar o ciclo de majoração da FFR abaixo do intervalo entre 5,5% e 5,75% tem pouca relação com a crise bancária atual e é explicada principalmente pela quase estabilidade da inflação projetada para 2023 e 2024, principalmente quando são comparados os comunicados de dezembro do ano passado e o atual. Isso fica mais evidente ainda quando notamos que as projeções do FOMC continuam apontando para a convergência da inflação do núcleo do PCE para 2% (que é a meta informal de inflação) apenas em 2025, consistente com a quase estabilidade da taxa de desemprego em 4,5% entre 2023 e 2025, bem acima do patamar atual de 3,6%.

Projeções do Federal Reserve para 2023, 2024 e 2025

Projeções FOMC: 22/03/2023			
Variáveis	2023	2024	2025
PIB Real (% A/A, fim de período)	-	-	-
<i>Reunião de Março/23</i>	0.4%	1.2%	1.9%
<i>Reunião de Dezembro/22</i>	0.5%	1.6%	1.8%
Desemprego (% A/A, fim de período)	-	-	-
<i>Reunião de Março/23</i>	4.5%	4.6%	4.6%
<i>Reunião de Dezembro/22</i>	4.6%	4.6%	4.5%
Inflação (PCE, % A/A, fim de período)	-	-	-
<i>Reunião de Março/23</i>	3.3%	2.5%	2.1%
<i>Reunião de Dezembro/22</i>	3.1%	2.5%	2.1%
Núcleo do PCE (% A/A, fim de período)	-	-	-
<i>Reunião de Março/23</i>	3.6%	2.6%	2.1%
<i>Reunião de Dezembro/22</i>	3.5%	2.5%	2.1%
Fed Funds Rate (% A/A, fim de período)	-	-	-
<i>Reunião de Março/23</i>	5.1%	4.3%	3.1%
<i>Reunião de Dezembro/22</i>	5.1%	4.1%	3.1%

Fontes: Federal Reserve Board, Kairós Capital

Em segundo lugar, a fim de evitar consequências mais graves de uma crise financeira nos EUA provocada por uma eventual corrida contra os depósitos em bancos de médio porte, o Tesouro e o Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) estão garantindo a totalidade dos depósitos, tanto os segurados (até US\$ 250 mil dólares) quanto os não segurados pelo FDIC. Além disso, o Fed está oferecendo uma linha de Funding (The Bank Term Funding Program, BTFP) de um ano para bancos, associações de poupança e cooperativas de crédito, além de outras instituições financeiras elegíveis, a fim de garantir recursos adicionais aos oferecidos pelo Tesouro e pelo FDIC aos depositantes. Esta linha de redesconto tem a finalidade de tomar ativos das instituições financeiras como colateral para os saques no redesconto especificamente ao par, ou seja, sem desconto sobre o valor das garantias oferecidas nas operações de redesconto. Os ativos utilizados como garantias, como US Treasuries, US Agency Securities e US Agency Mortgage-Backed Securities, são soberanos e quase soberanos e, por isso, são de alta qualidade.

É claro que os eventuais saques de depositantes das instituições financeiras e o consequente uso dos ativos financeiros nas operações de redesconto para garantir os depósitos representam uma restrição de liquidez no sistema, que equivale (segundo nossos cálculos) a uma alta de juros de 1% a 1,5%. Ou seja, se o FOMC fosse forçado a promover políticas compensatórias à eventual queda de liquidez por conta de saques excessivos no sistema, o comitê teria que reduzir a FFR naquela magnitude. Nesse contexto, o Fed perderia controle sobre as projeções de inflação de curto e longo prazo e sobre a própria inflação efetiva ao consumidor no curto prazo. Por isso, atualmente, não se pode esperar que o Fed esteja focado nos prematuros saques localizados de depósitos para decidir interromper a alta da FFR necessária ao combate da elevada inflação. O fim do ciclo de alta depende, portanto, da estabilidade (no curto prazo) e da queda (no médio prazo) das projeções do núcleo de inflação (núcleo do PCE) em 2023 e 2024 e da convergência da variação do núcleo do PCE para 2,0% em 2025.

No Brasil, por seu turno, o Copom não só manteve a Selic em 13,75%, mas também reiterou em seu comunicado e na ata a piora das expectativas de inflação coletadas semanalmente pela pesquisa Focus para 6,0% em 2023 e para 4,1% em 2024 ante os respectivos centros da meta de 3,25% e 3%. Além disso, as próprias projeções de inflação do Copom em seu cenário de referência elevaram-se para 5,8% em 2023 e para 3,6% em 2024, também bem acima dos centros da meta de inflação. Mesmo a inflação de preços livres, aqueles que não são monitorados pelo governo (como gasolina, energia

elétrica e gás de cozinha), calculados a partir das projeções e das hipóteses do Copom para a Selic, para o câmbio, para a inflação de preços administrados pelo governo e para o preço internacional do petróleo, está em 4,3% para 2023 e em 3,1% em 2024. Ou seja, a inflação de preços livres está bem acima do centro da meta neste ano e em linha com o centro da meta no ano que vem, mas tem apresentado gradual e contínua aceleração em 2024.

Projeções do Comitê de Política Monetária para a Inflação de 2023 e 2024:

Projeções Copom: 01/02/2023		Projeções Copom: 22/03/2023	
IPCA/23	5.60%	IPCA/23	5.80%
Adm	10.60%	Adm	10.20%
Livres	3.93%	Livres	4.33%
IPCA/24	3.40%	IPCA/24	3.60%
Adm	5.00%	Adm	5.30%
Livres	2.87%	Livres	3.07%

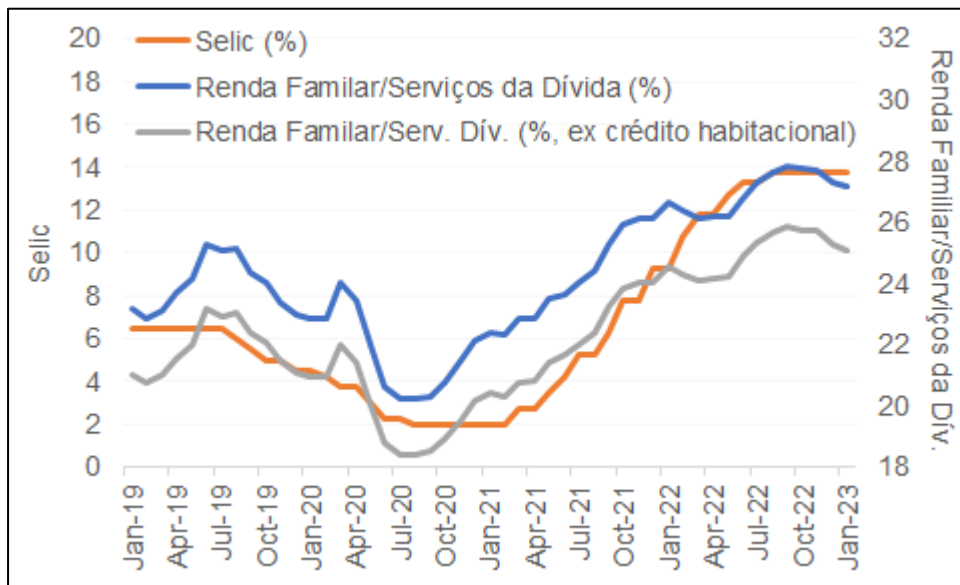
Fontes: BCB, Kairós Capital

Por isso, o Copom não só reafirmou a intenção em manter a Selic em 13,75% pelo menos durante boa parte de 2023, enfraquecendo a hipótese de vários analistas sobre a redução da Selic já em maio próximo, mas também associou os riscos de aceleração para o IPCA neste ano e no que vem à maior resistência da inflação global, à incerteza sobre o arcabouço fiscal mais concentrado no aumento da receita tributária ao invés do controle de despesa pública e à maior ou mais duradoura desancoragem das expectativas de inflação a longo prazo.

O consenso atual entre os economistas na direção da redução da Selic está em 12,75% em 2023 e 10% em 2024. Portanto, as visões mais otimistas de diminuição da Selic já em maio ou mesmo no início do 3T23 residem, em grande parte, na eventual piora das condições de crédito ao longo de 2023, medida e exemplificada pelo comprometimento de renda das famílias com o pagamento dos serviços (amortização mais juros) da dívida. Como o gráfico a seguir mostra, o comprometimento da renda familiar com os serviços da dívida, incluindo e excluindo o crédito habitacional, acompanha a elevação da Selic. Logo, a manutenção da Selic em 13,75% até praticamente o final do ano pode desacelerar o

consumo real das famílias para patamares razoavelmente inferiores à projeção de crescimento (do próprio Banco Central) de 1,5% em 2023, diminuindo conseqüentemente o crescimento do PIB em relação a 1,2% projetado pelo BC.

Comprometimento de Renda das Famílias com Serviço da Dívida



Fontes: BCB, Kairós Capital

Por exemplo, uma queda da expansão de consumo para 0,5% por conta dos efeitos da Selic em 13,75% sobre o endividamento familiar pode levar o crescimento do PIB de 1,2% para 0,4% a 0,6%. Nesse contexto, a diferença entre a taxa normal de expansão do PIB sem persistência inflacionária acima da meta de 3% e o crescimento efetivo do PIB aumentaria (ou seja, o hiato do produto subiria) e, por conseguinte, reduziria a resistência e a propagação inflacionária em 2024, cuja projeção está atualmente em 4,0% (acima do centro da meta de 3,0%). Este contexto permitiria a redução antecipada da Selic em 2023, mas ainda é muito cedo, na avaliação do Copom, para tal conclusão.

Portanto, nos EUA, as perspectivas apontam para o fim do ciclo de alta da FFR dentro do corredor de juros entre 5,0% e 5,25%, dependendo de dados de mercado de trabalho que confirmem a economia menos pujante e de núcleos de inflação que apontem para a convergência rumo a 3,5% em 2023, 2,5% em 2024 e 2,0% em 2025. De fato, a permanência da inflação norte-americana em 12 meses acima desses patamares e da taxa de desemprego abaixo de 4% tendem a reacender a perspectiva de

elevação da FFR para o intervalo entre 5,5% e 5,75%, o que desvalorizaria os preços de ativos de risco nos EUA e as moedas de economias emergentes com relação do dólar. No Brasil, por outro lado, a permanência da Selic em 13,75% não é suficiente para garantir uma menor volatilidade dos preços dos ativos domésticos e uma valorização do real rumo 5,0/US\$. A execução do arcabouço fiscal apresentado no dia 30 de março é a outra condição necessária e suficiente para garantir a redução da inclinação da curva doméstica de juros futuros e a estabilidade do real em patamares abaixo do intervalo entre 5,10/US\$ e 5,20/US\$.



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:

