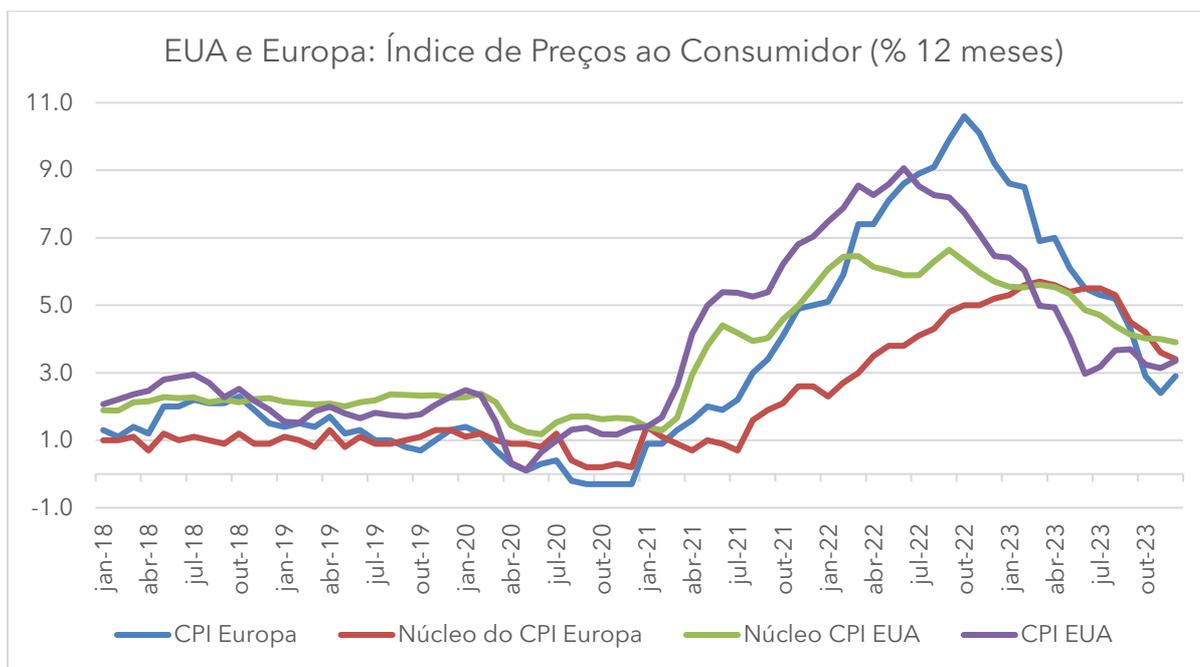


A inflexão da política monetária

O ano de 2024 começou sob o auspício da discussão em torno de quando será iniciado o processo de normalização da política monetária, com a redução das taxas de juros nas economias desenvolvidas. As atenções, neste caso, estão voltadas para o FED e para o BCE, que nos últimos dois anos elevaram suas respectivas taxas de juros para os patamares mais elevados em cinquenta anos, a fim de conter o surto inflacionário pós 2021. A partir do segundo semestre do ano passado, o aperto monetário passou a desencadear o efeito monetário esperado, ao vergar os índices de inflação em direção às metas perseguidas pelos principais bancos centrais do mundo.



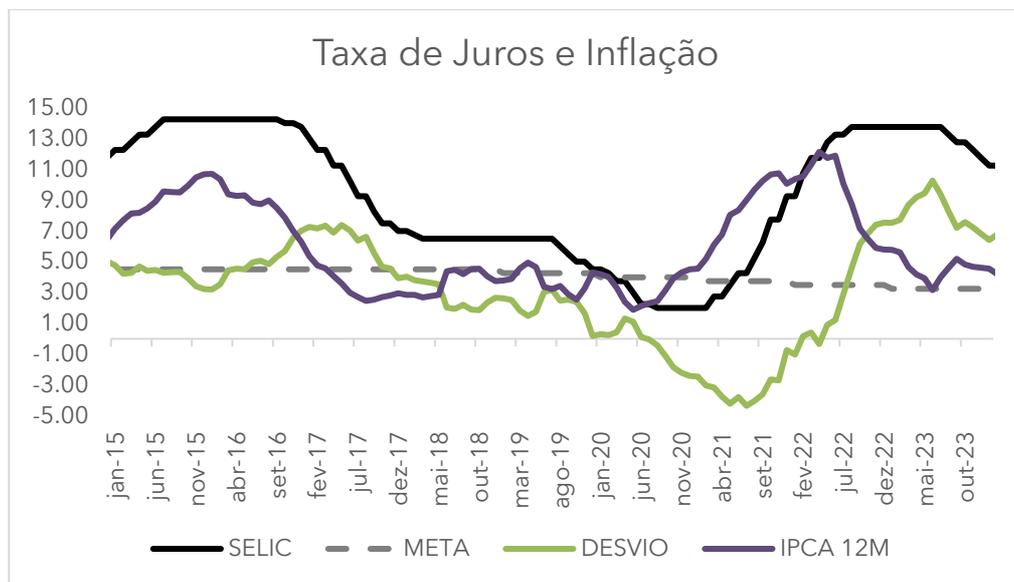
Fontes: CEIC e Kairós Capital

No Brasil, tanto a elevação da taxa de juros ocorreu antes de iniciar nos EUA e Europa, quanto a flexibilização monetária se antecipou em relação a esses países. Enquanto eles tateiam para não cantar vitória antes do tempo, nós aqui acompanhamos a evolução de seus movimentos a fim de calibrar o tamanho da queda de juros possível, a fim de que os louros da queda da inflação não se desfaçam antes de vingar. Powell e Lagarde pressentem que um passo em falso pode fazê-los queimar a largada e precipitar recuos na política monetária. É tudo o que querem evitar. Apesar de a inflação

oferecer motivos para o otimismo, ambos tentam entender o *puzzle* de sua queda não vir acompanhada de uma desaceleração mais acentuada, no caso americano, ou de alguma recessão significativa, no caso europeu. É (quase) certo que o FED e o BCE cortarão juros em 2024, em consonância com índices de preços ao consumidor até mais baixos do que o projetado por esses bancos centrais e pelo mercado há pouco tempo. Contudo, a inusitada resiliência da atividade econômica diante do vultoso aperto monetário é algo que deve dissuadir uma ação mais voluntariosa, tanto na velocidade, quanto no tamanho da redução do juro até o final do ciclo de queda. Taxas de juros reais positivas no mundo desenvolvido ainda serão necessárias até que se consolide a convergência da inflação para as metas de inflação. Antes disso, dificilmente nenhum desses dois bancos centrais arriscará flertar com juros baixos, contando com uma vitória antes do fim do jogo.

Os desafios do Banco Central do Brasil

O banco central brasileiro saiu na frente do despertar global para a inflação. Pode-se alegar que havia exagerado ao testar limites inimagináveis de juros baixos durante a pandemia, mas a realidade é que nos tornamos muito sensíveis à inflação elevada. Em exato um ano e meio, a taxa Selic saltou de 2% a.a., em fevereiro de 2021, para 13,75% a.a., em agosto de 2022, enquanto o juro real (*ex-post*) pulou de zero (0% a.a.) para cinco (5% a.a.) no mesmo período. Depois disso, a Selic estacionou no planalto por um ano, assistindo do alto à derrocada da inflação do seu pico (IPCA em 12 meses de abril de 2022 foi de 12,13%) até bater na trave dos 3%, centro da meta de inflação, com o IPCA em 12 meses de junho de 2023 recuando a 3,16%. Nesse ponto, no qual as tensões entre o Bacen e o Governo Central também atingiram o auge, a taxa de juro real básica (*ex-post*) no Brasil chegou a 10,59% a.a..



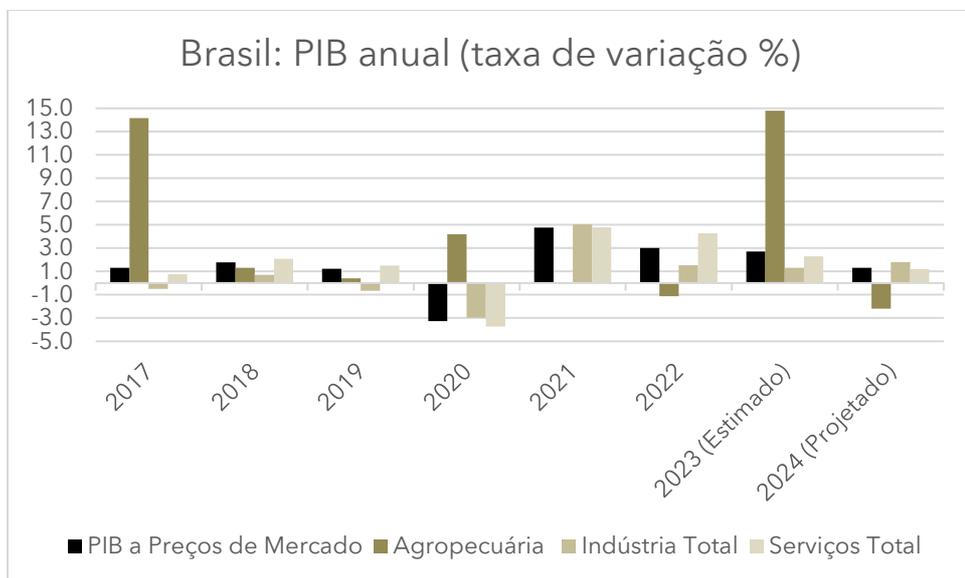
Fontes: Bacen e Kairós Capital

A panela de pressão abriu a válvula a partir de agosto, quando o Copom promoveu o primeiro corte do atual ciclo de juros. O corte de 50 pontos base tem ditado a cadência desde então e – quatro reuniões depois – chegamos aos atuais 11,25% a.a.. Nada indica, tendo em vista a cautela demonstrada até então, que haja intenção de antecipar celebrações sobre o túmulo do IPCA. Pelo contrário, a parcimônia dos pares americano e europeu deve pautar o tamanho do corte de juro ao longo de 2024. Aparentemente, tudo joga a favor de uma administração de um bom resultado, afinal de contas, as agruras da política monetárias são sempre compensadas por um triunfo, ainda que provisório, sobre a inflação.

Sobre uma eventual desaceleração econômica no Brasil

O freio na atividade econômica doméstica já está encomendado. Faltam os detalhes, onde surpresas podem se esconder. Mas há motivos robustos o suficiente para se acreditar que as boas notícias sobre crescimento dos últimos anos não se repetirão em 2024. Em primeiro lugar, parece claro que a defasagem da política monetária se estendeu para além do padrão histórico. As elevadas taxas de juros reais ainda gerarão dividendos no ano corrente sob a forma de contenção de consumo e

investimento. Mesmo com os bons ventos do lado dos preços, a taxa real de juros ainda roda em torno dos 7% a.a.. Não há segredo sobre o que decorre disto: investimentos são adiados, as decisões de consumo postergadas, o endividamento das pessoas físicas e jurídicas se mantém elevado, a vitalidade da economia diminui e a empregabilidade da mão-de-obra fica comprometida. Em segundo lugar, a expansão fiscal será menos intensa no ano corrente, comparativamente a 2023, em especial no que diz respeito ao atendimento às demandas sociais e, particularmente, à rubrica do Bolsa Família, que, no ano passado, teve um papel relevante na expansão da renda disponível das famílias e, por conseguinte, no consumo. Em terceiro lugar, o setor externo – que mesmo contribuindo mais para o crescimento neste ano do que no ano passado – não contará com um forte dinamismo das economias americana, europeias e asiáticas que justifique otimismo maiores com a demanda externa. Ademais, as importações nacionais não devem ajudar tanto quanto no ano passado. Finalmente, do lado da oferta, a agricultura brasileira dificilmente produzirá um ano tão espetacular quanto o de 2023. É possível até que contribua negativamente com o crescimento do PIB no ano corrente.



Fontes: IBGE e Kairós Capital

Esse quadro econômico de desaceleração moderada da atividade é consistente com um cenário continuado de desinflação do IPCA ao longo de 2023 em direção à meta de 3%. Não são desprezíveis

as chances de se ter um cenário particularmente benigno para inflação, de modo a posicionar o Banco Central ainda mais favoravelmente em direção a cortes de juros além dos que estão já contemplados nos preços de mercado.

Eventuais obstáculos para o Brasil em 2024

Parece pouco provável que os dois pilares (o fiscal e o externo) sejam capazes de minar a relativa estabilidade econômica preconizada para este ano. Do lado externo, o fluxo de dólares para o país consolida-se como um colchão a amenizar eventuais pressões cambiais. Apesar de os investimentos estrangeiros já não mais inundarem de dólares as posições cambiais privadas e as reservas internacionais no Banco Central, a balança comercial consolida-se como uma geradora de caixa em dólares muito consistente. O agronegócio e a produção/exportação de petróleo e derivados garantem que o déficit em transações correntes fique em níveis muito confortáveis, gerando sobra de dólares na conta de investimentos. O superávit estrutural em conta corrente, no nosso balanço de pagamentos, traz conforto sobre as perspectivas para o câmbio. Embora nessas condições seja até possível vislumbrar uma apreciação do real no médio prazo, o que ajudaria ainda mais o panorama para a inflação ao longo do ano, bastaria um quadro de estabilidade para o câmbio para já se contar com sua contribuição positiva para o cenário macroeconômico. Na outra ponta, a situação fiscal, que poderia ser um fator desestabilizador importante, tendo em vista a frustração do resultado primário do ano passado e as perspectivas nada favoráveis ao cumprimento do arcabouço fiscal em 2024, parece ter baixo potencial de causar desconforto significativo no curto-prazo. O fato é que o arcabouço fiscal aprovado e as medidas arrecadatórias – apesar de paliativas – estão cumprindo a função de comprar tempo e postergar o necessário e essencial ajuste das contas públicas. Isto é ainda mais verdadeiro em um ambiente em que os nossos *benchmarks* também estão às voltas com despesas fiscais extraordinariamente elevadas.

Qual será o tom de 2024

Será o de um compasso de espera, em que os movimentos da vizinhança serão fundamentais para definir os próximos passos. O mais esperado e também o mais importante deles vai ser o de Jerome Powell, no banco central americano. Ele praticamente ditará o tempo e o ritmo dos movimentos dos coadjuvantes. Dificilmente a China trará algo de novo e relevante para o cenário do ano. Eventuais guinadas, como em um transatlântico, são anunciadas e lentas demais para ter potência para uma guinada de tendência no curto prazo. A Europa provavelmente se debaterá entre uma estagnação e uma pequena recessão, enquanto assiste sua inflação convergir para a meta do BCE. Surpresas fazem parte do *script* mas, por óbvio, não são previsíveis. Em geral, sempre as esperamos oriundas do lado negativo, especialmente no caso do Brasil. Mas 2024 pode revelar eventos favoráveis ao cenário local, em particular no território da inflação, desde que os limites da política fiscal sejam minimamente respeitados e o Banco Central encontre espaço para dar um passo adiante do mercado na condução da política monetária.



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:

