

Carta do Gestor

Abril 2022

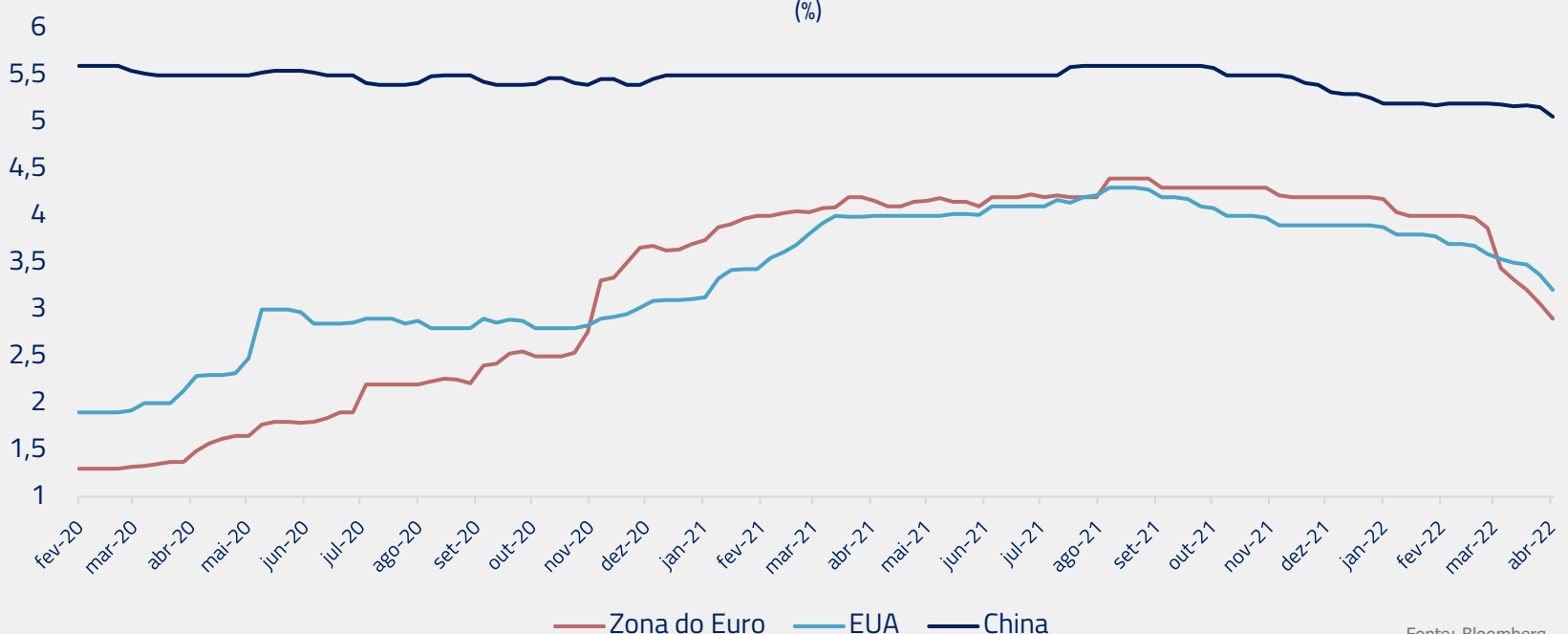
OS LIMITES DA FÍSICA

"...não é que eu seja mais inteligente que os outros, é que eu trabalho mais em obter as respostas..."
Albert Einstein

Uma nova desaceleração global por limites de produção e custos de energia.

As revisões do PIB global têm sido negativas por meses, e uma desaceleração industrial parece ser o caminho mais provável para a economia global. Nesta carta, exploraremos as razões pelas quais essa desaceleração deve ocorrer e como preparamos nosso portfólio.

GRÁFICO 1: PROJEÇÕES DE CRESCIMENTO DO PIB
(%)



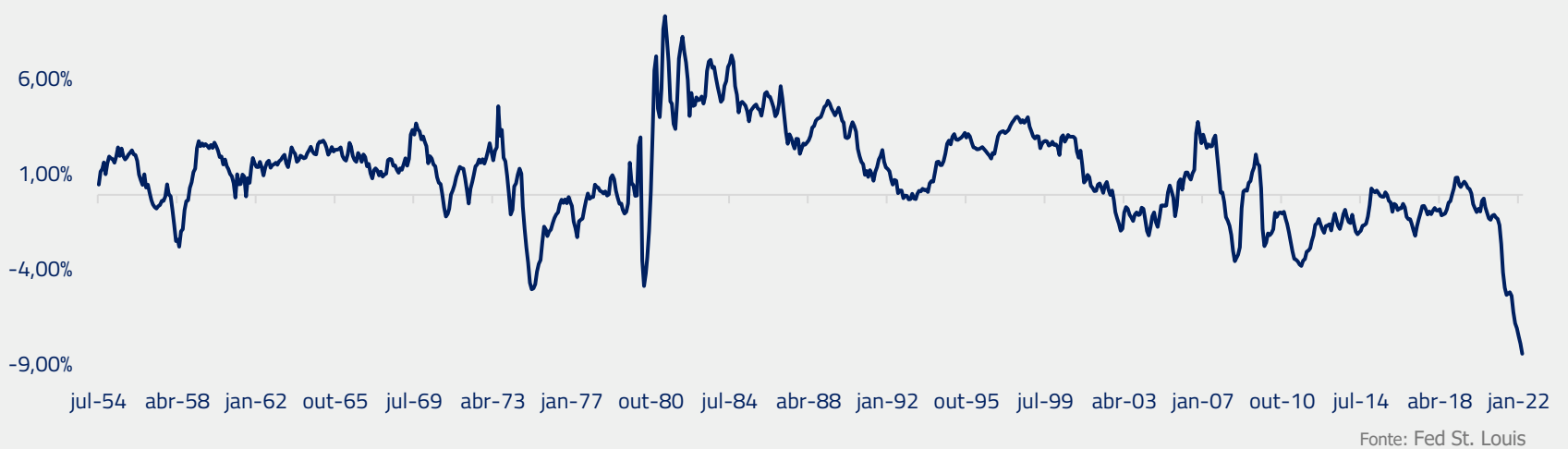
Fonte: Bloomberg

OS LIMITES FÍSICOS DA ECONOMIA GLOBAL

Vivemos décadas em que as recessões globais foram causadas por problemas de alavancagem e excessos de liquidez no sistema. E as mesmas foram sempre resolvidas com mais liquidez e mais alavancagem.

O rompimento da bolha da Nasdaq em 2000 foi remediado com queda de juros para níveis então jamais vistos. Em 2008, o colapso do sistema financeiro global deu origem às políticas de *quantitative easing* e juros negativos. A crise do COVID em 2020 viu o ápice desse processo, com dinheiro sendo entregue diretamente nas mãos de consumidores e o FED comprando crédito privado. Como consequência, os juros reais da economia norte-americana estão em declínio por décadas.

GRÁFICO 2: JUROS REAIS EX-POST, EUA



Dessa forma, parecíamos ter criado a mágica máquina do moto-contínuo: que funcionaria eternamente sem a necessidade de novas fontes de energia. Parecíamos ter reescrito as leis da física e da economia, com Bancos Centrais comprando eternamente dívidas de seus Tesouros e estímulos fiscais que, como consequência, não conheciam limite, levando à crença de que dinheiro poderia ser livremente impresso e entregue à população (MMT).

Dois fatores pouco mencionados foram fundamentais para possibilitar essa bonança de engenharia financeira: ampla oferta de energia e mão de obra, pela entrada da China na OMC, pelo carvão Chinês e pelo petróleo de xisto no Estados Unidos. Dessa forma, os limites físicos da economia, sua parcela industrial, nunca foram um limitador desse processo.

GRÁFICO 3: PRODUÇÃO DE CARVÃO NA CHINA 2000-2020

Milhões de Toneladas e Crescimento anual de 2000-2010

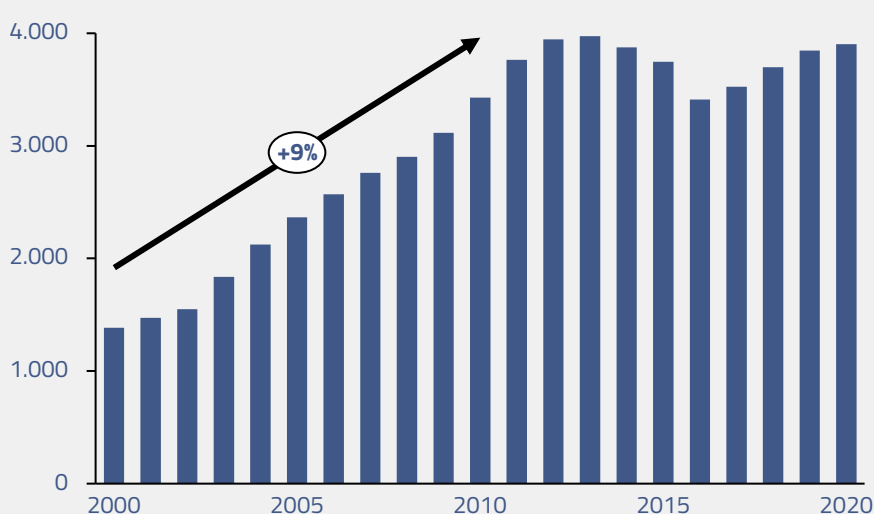
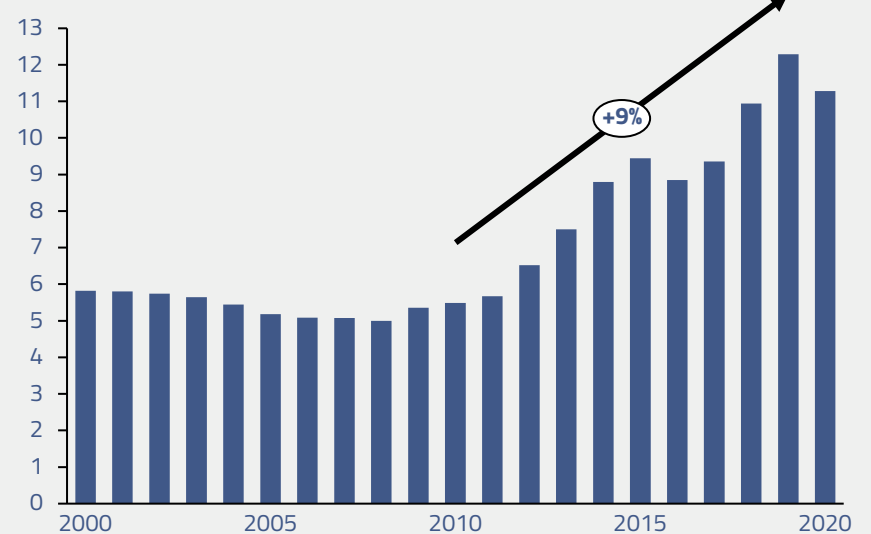


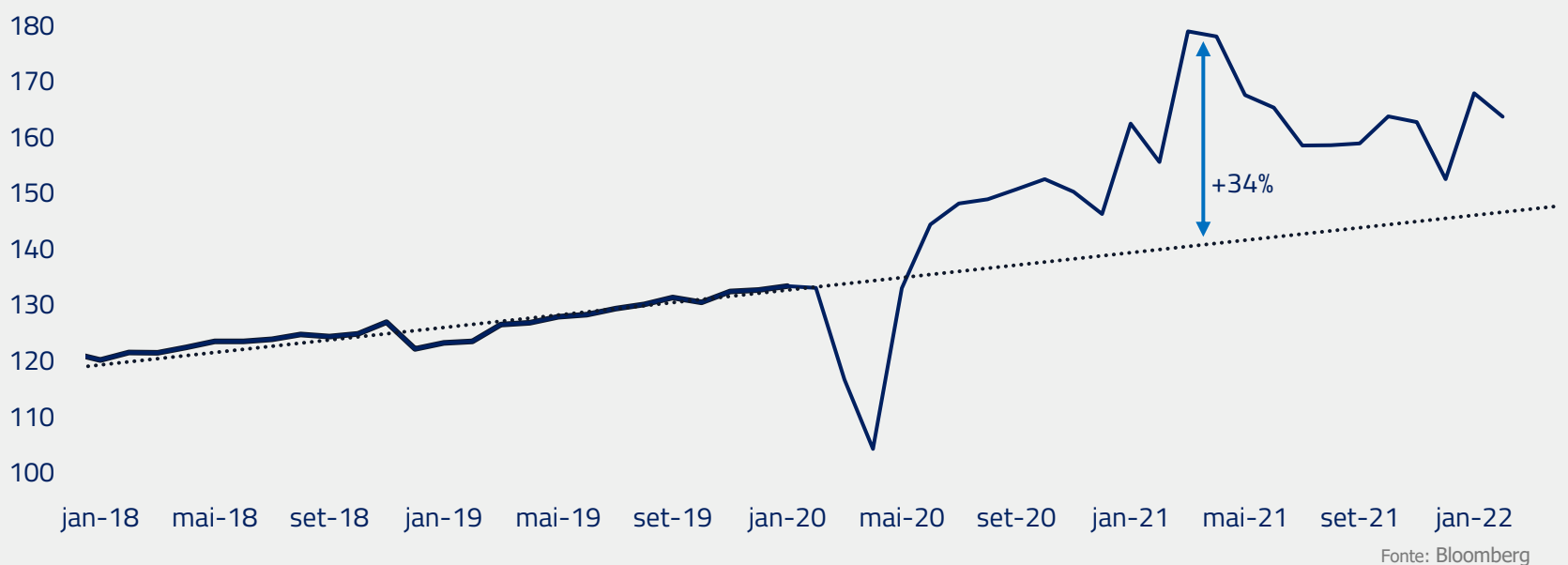
GRÁFICO 4: PRODUÇÃO DE PETRÓLEO BRUTO EUA 2000-2020

MBPD e Crescimento anual de 2010-2019



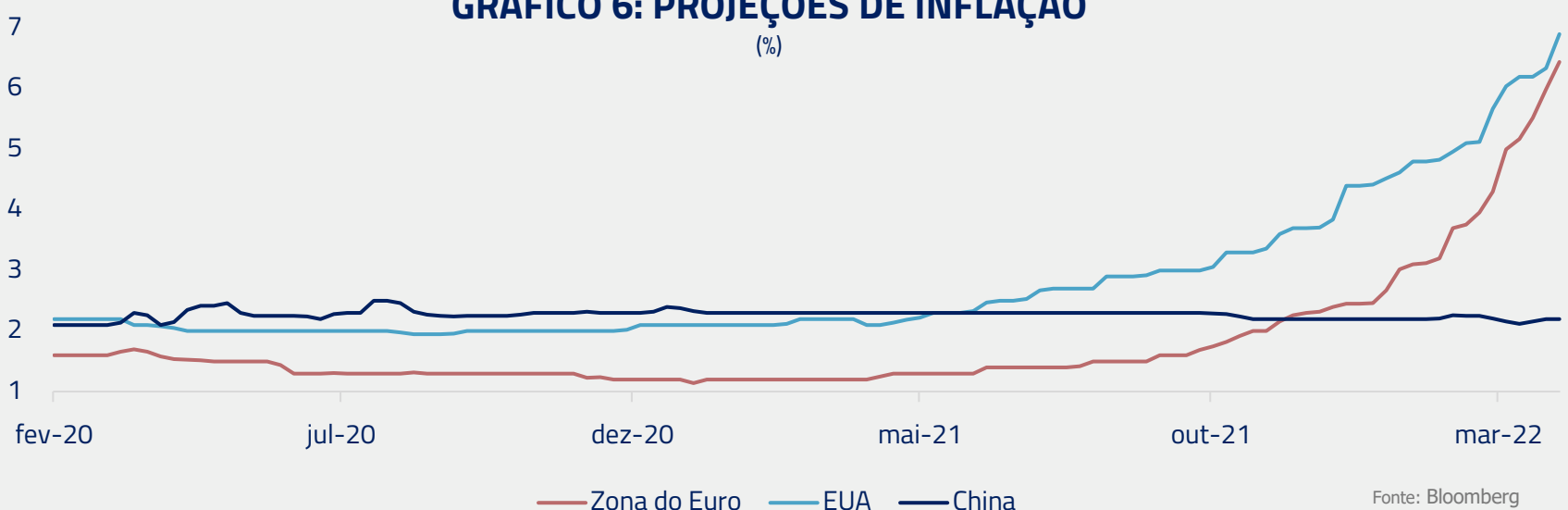
Entretanto, chegamos em 2022 nos limites da física: fábricas hoje produzem em sua plena capacidade para atender a uma demanda por bens que cresceu 34% durante a crise. Limitações de investimento em energia e a crise geopolítica estão fazendo com que o preço da energia suba vertiginosamente. Os baixos níveis de desemprego, principalmente nos Estados Unidos, já sugerem que a oferta de mão de obra não é a mesma de décadas passadas.

GRÁFICO 5: CONSUMO DE BENS DURÁVEIS, ÍNDICE 2015=100



Em resumo, dessa vez estamos limitados por fatores físicos, e esses fatores estão se refletindo num processo inflacionário por falta de capacidade produtiva. Nesse caso, a solução não passa por “imprimir mais dinheiro”: vamos ter que lidar com problemas que por décadas não tivemos que enfrentar e que devem levar tempo para serem solucionados.

GRÁFICO 6: PROJEÇÕES DE INFLAÇÃO (%)



DESACELERAÇÃO OU RECESSÃO?

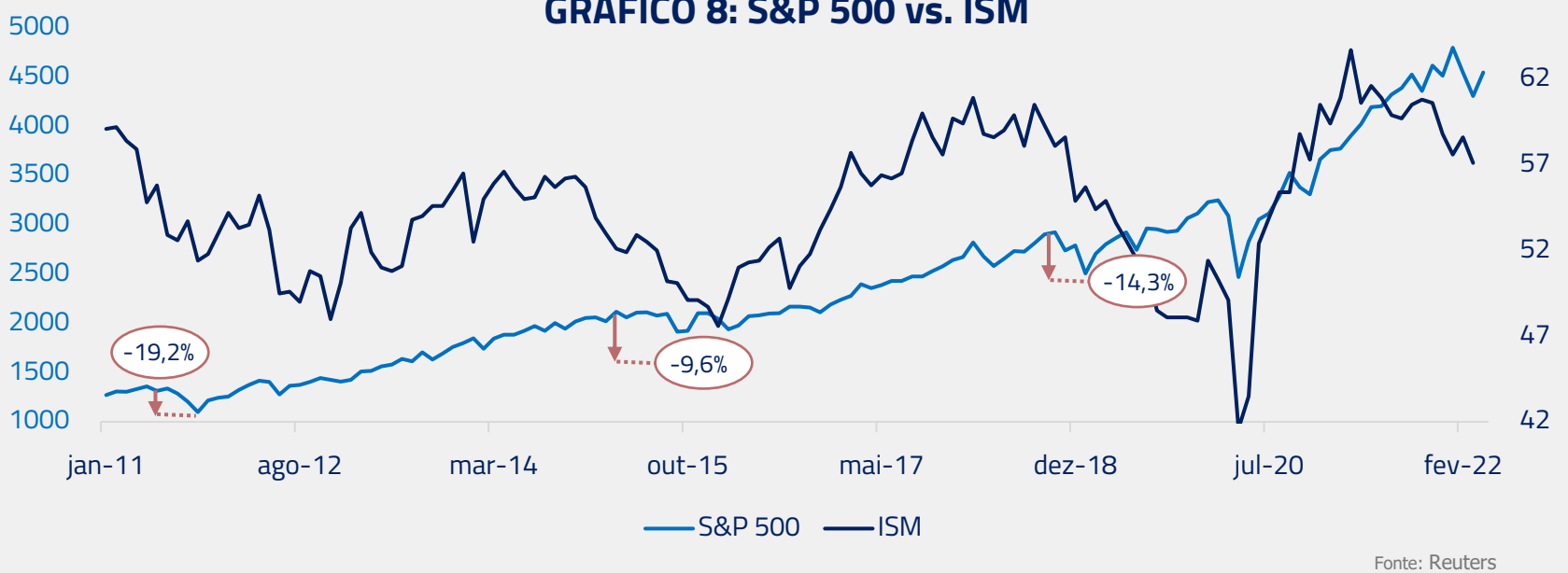
Os fatos mencionados acima devem trazer como consequência uma desaceleração da atividade global, principalmente da parcela industrial da economia. Indicadores antecedentes, como os PMIs globais, já começam a dar sinais dessa desaceleração e consideramos que ainda estamos no início dessa jornada.

GRÁFICO 7: CONDIÇÕES FINANCEIRAS vs. ISM



Desacelerações no meio de ciclos econômicos são comuns. Tivemos três desacelerações no ciclo anterior: 2012, 2015 e 2018. Essas desacelerações são normalmente causadas por fatores exógenos, mas refletem também o ciclo de estoques da economia global. Em 2012, a desaceleração foi causada pela crise da dívida da Grécia, 2015 pela desaceleração Chinesa e 2018 pelo ciclo de aperto monetário do FED. Todas elas tiveram impacto significativo em ativos de risco.

GRÁFICO 8: S&P 500 vs. ISM



Por que não consideramos o cenário como de possível recessão? A economia americana ainda parece manter momento suficiente para evitar uma recessão nos próximos 12 meses. A renda agregada ainda cresce com um forte mercado de trabalho e elevação de salários. A riqueza das famílias se encontra em níveis recordes, com uma saudável posição financeira e baixos níveis de endividamento. Nesse ponto de partida, consideramos difícil que o consumidor americano seja capaz de gerar uma recessão.

GRÁFICO 9: RIQUEZA LÍQUIDA DAS FAMÍLIAS / PIB

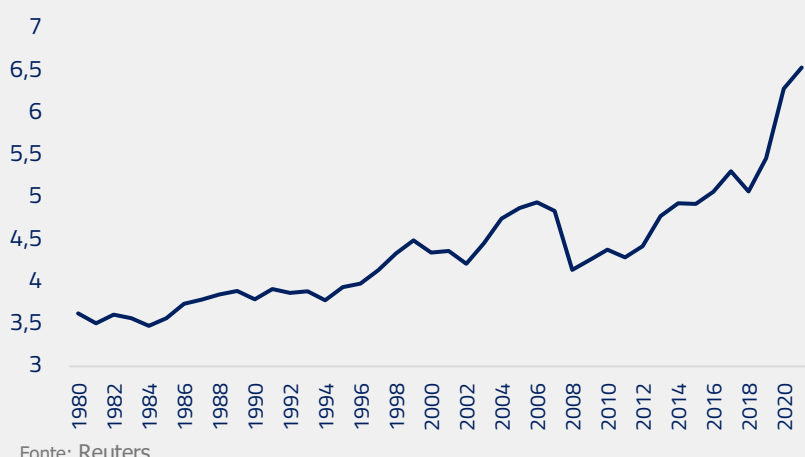
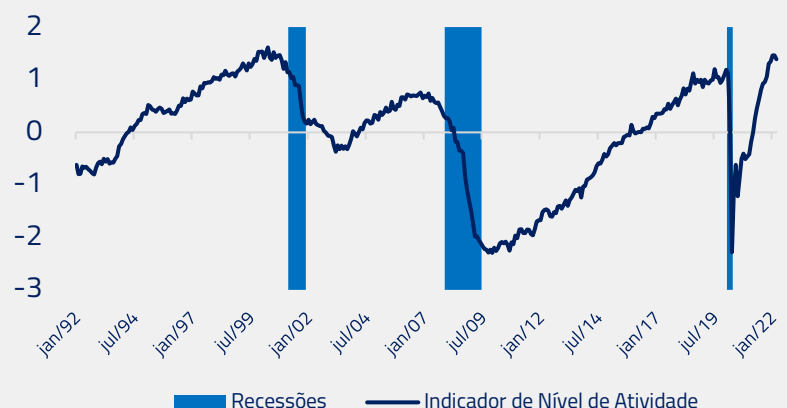


GRÁFICO 10: KANSAS CITY LABOR MARKET CONDITIONS INDEX



Entretanto, outras regiões podem ser mais vulneráveis. Na Europa, o velho continente nos parece refletir seus velhos problemas de dependência energética. O aumento dos custos de energia está apresentando um efeito desproporcional na Europa quando comparado com os Estados Unidos.

GRÁFICO 11: INFLAÇÃO

y/y

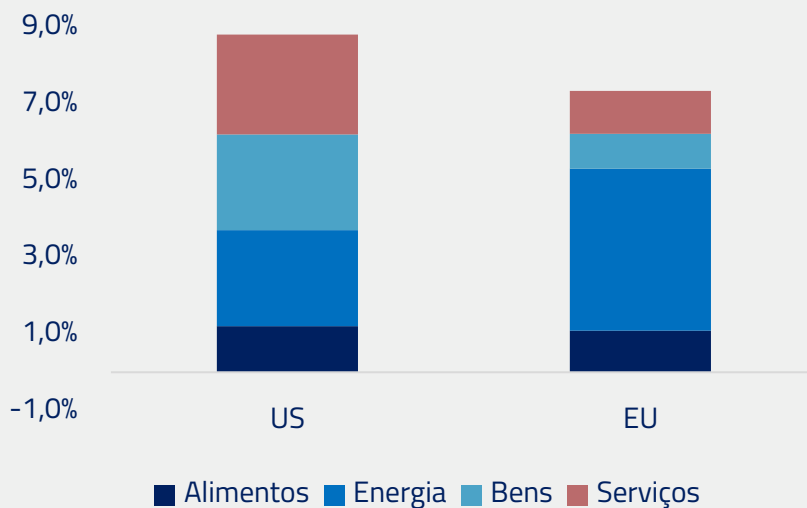
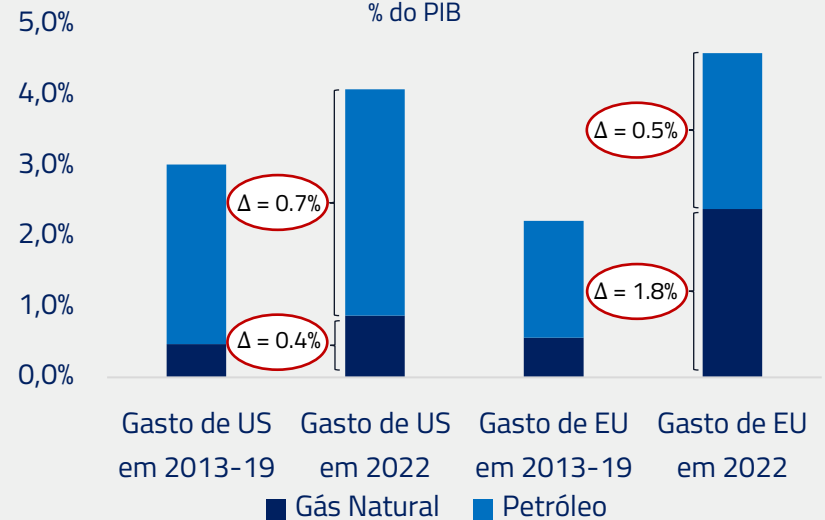


GRÁFICO 12: EUROPA TEM GASTO 2.3% A MAIS DE PIB EM ENERGIA

% do PIB



Na euforia de tornar-se a primeira região a se livrar da emissão de carbono, líderes europeus foram gradualmente deixando de investir em fontes de energia não renovável, mas não deixando de adquiri-las externamente. Isso vem relegando a Europa um déficit crescente em sua balança comercial.

O resultado é um dispêndio em energia quase duas vezes maior do que o usualmente gasto e quase 2.5% do PIB perdidos por conta de preços mais elevados. Outro velho problema que a Europa enfrenta e foi agravado com o COVID na Ásia, é a falta de semicondutores que são fundamentais para produção de automóveis – item mais importante da pauta de exportação da Alemanha. Com isso, as condições financeiras do continente foram gradativamente se deteriorando e hoje sugerem uma perspectiva de crescimento sequencial da Europa próximo ou até abaixo de zero nos próximos trimestres de 2022.

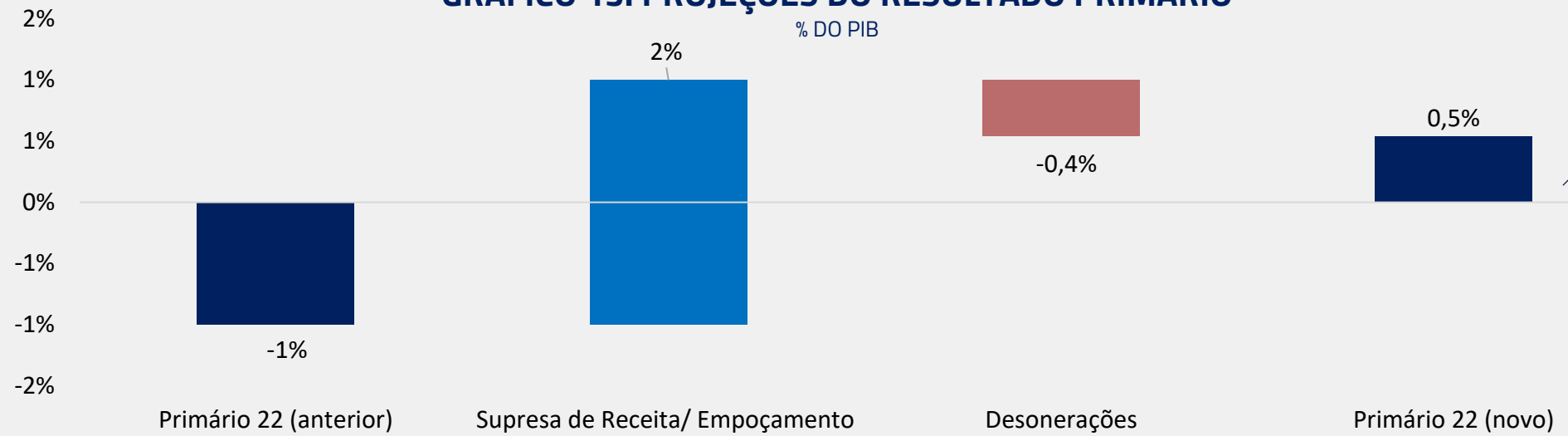
Como consequência, em nossos portfólios reduzimos nossa posição tomada em juros, uma vez que imaginamos que um cenário de desaceleração deva trazer alguma pressão ao longo da curva, principalmente na parte mais longa. Aumentamos nossa exposição direcional vendida na bolsa norte-americana através de hedge no S&P 500. Também compramos o dólar norte-americano contra uma cesta de moedas: uma exposição defensiva em um período econômico mais conturbado. Mantivemos posições compradas em commodities, justamente pelos mesmos representarem os limites físicos de produção presentes na economia, com destaque para o petróleo.

BRASIL: SURPRESAS POSITIVAS NA ATIVIDADE

No Brasil as surpresas positivas vieram principalmente pelo lado da atividade. As expectativas de queda no PIB para esse ano estão sendo gradualmente revertidas conforme os termos de troca mais positivos permeiam a economia. Essas revisões e melhoria da atividade também têm levado a uma revisão positiva da parte fiscal, onde já vislumbramos um superavit primário para esse ano, arrefecendo o medo de descontroles fiscais com o próximo governo e diminuindo o risco eleitoral.

GRÁFICO 13: PROJEÇÕES DO RESULTADO PRIMÁRIO

% DO PIB

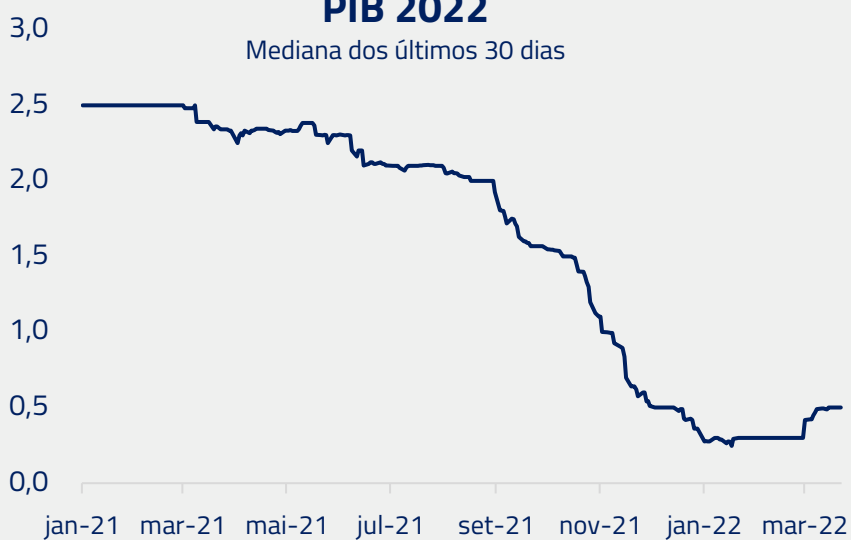


Fonte: Itaú BBA / Kinea

Também estão contribuindo para as revisões positivas as respostas fiscais do governo, com o aumento do bolsa família e a antecipação do FGTS, e um crescimento do crédito mais resiliente apesar do aumento de juros.

GRÁFICO 14: EXPECTATIVA FOCUS**PIB 2022**

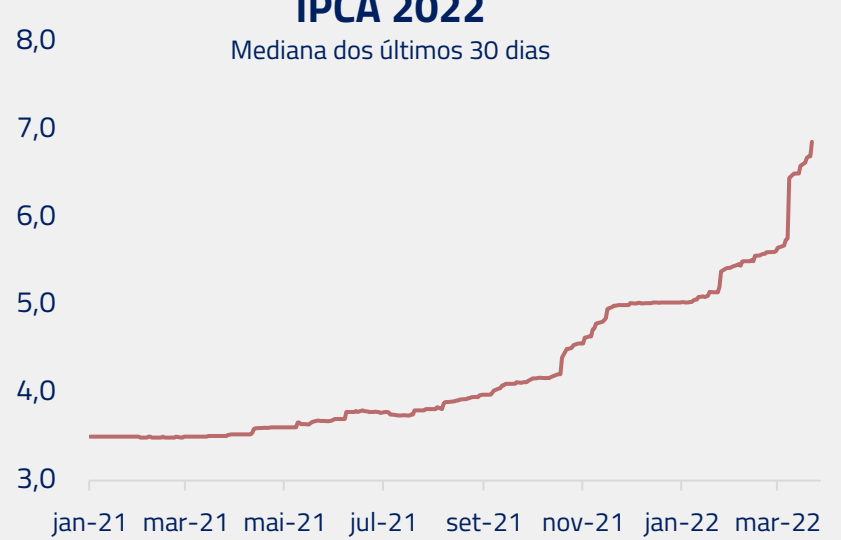
Mediana dos últimos 30 dias



Fonte: Bacen

GRÁFICO 15: EXPECTATIVA FOCUS**IPCA 2022**

Mediana dos últimos 30 dias

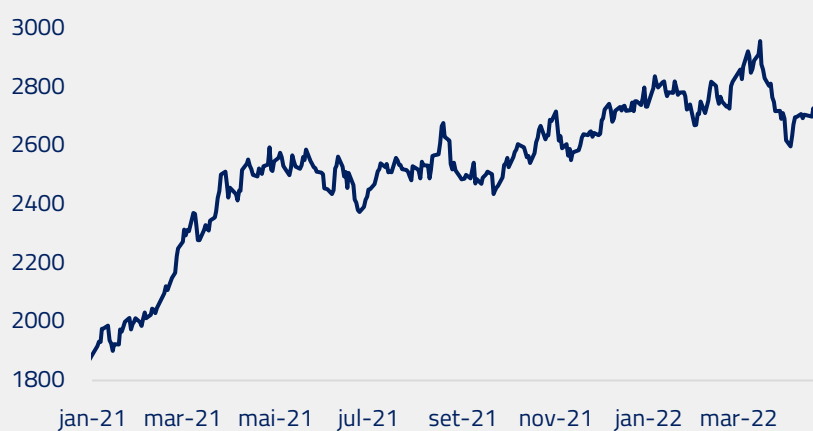


Fonte: Bacen

No campo inflacionário a esperada reversão de tendência ainda não ocorreu, os recentes aumentos da gasolina e alimentos ainda contribuem para a resiliência dos números inflacionários. Entretanto, alguns sinais positivos já podem ser observados conforme o efeito do câmbio mais valorizado começa a permear a economia: o CRB em reais já está caindo e já podemos observar, na margem, alguma tendência de arrefecimento na inflação de bens.

GRÁFICO 16: CRB FOODS

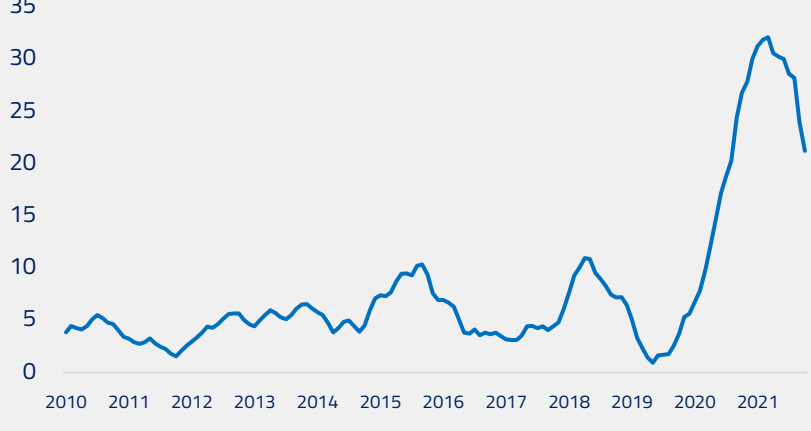
Em R\$



Fonte: Bloomberg

GRÁFICO 17: IPA INDUSTRIAIS

YoY



Fonte: FGV

Outro fator importante a favor do Brasil é a baixa dependência do país em relação ao aumento global dos custos de energia. O país tem uma posição invejável em sua matriz energética, principalmente quando comparado com países dependentes de gás como a Alemanha ou o Japão. A recente melhora da parte hídrica, permitindo o retorno da bandeira verde, também contribui para uma melhor posição relativa quando comparado ao resto do mundo.

GRÁFICO 18: MATRIZ ELÉTRICA BRASIL vs. MUNDO

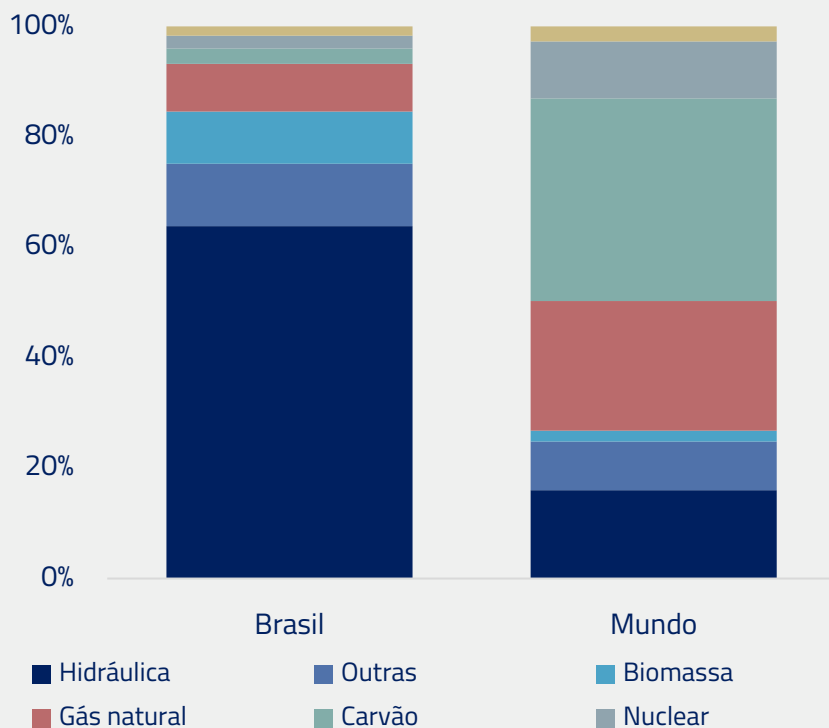
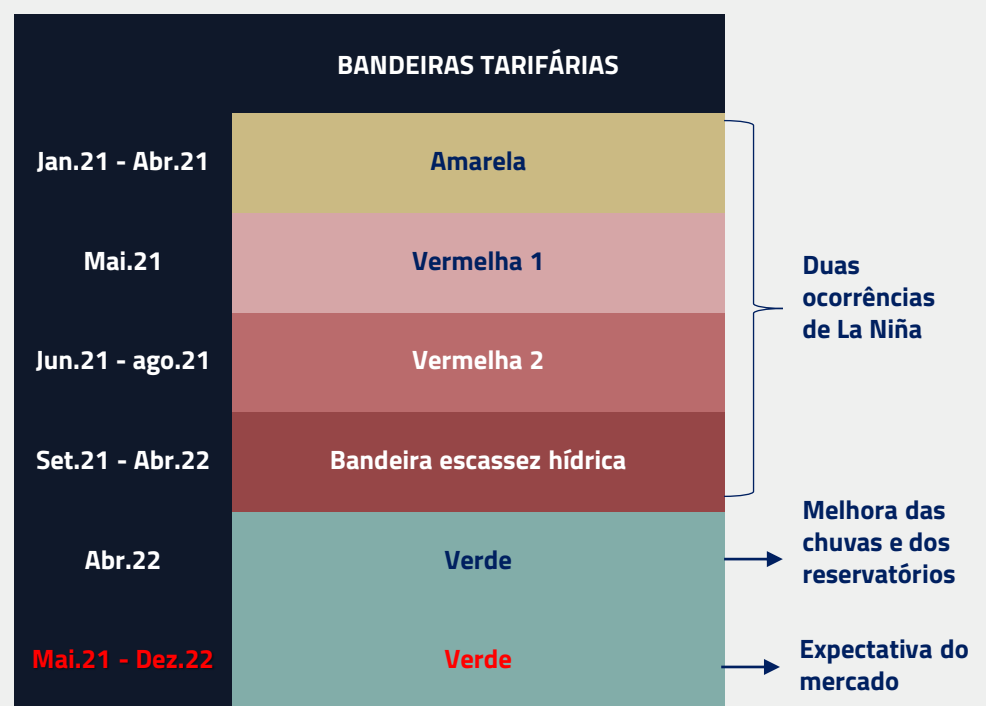


GRÁFICO 19: EVOLUÇÃO DA BANDEIRA TARIFÁRIA

Com bandeira verde temos deflação de energia elétrica



Durante os últimos meses estamos operando com viés tático comprado em ativos locais. Reduzimos nossa alocação durante o mês em virtude da expectativa, conforme mencionada nessa carta, de um cenário externo mais desafiador. Continuamos a considerar que a posição relativa dos fundamentos do Brasil em relação ao mundo justifica a manutenção de um posicionamento tático comprado.

Estamos sempre à disposição dos nossos parceiros e clientes.

Kinea Investimentos

Kinea

uma empresa



PALAVRA DO GESTOR SOBRE A PERFORMANCE DO MÊS

JUROS E INFLAÇÃO

Resultado negativo. A inflação corrente seguiu com surpresas para cima no Brasil e revisões altistas para os próximos meses. Alimentos, álcool, gasolina e energia elétrica seguem pressionando mais do que o antecipado. Além disso, a alta do diesel no mercado internacional coloca mais pressão na Petrobras dado a sensibilidade política do assunto. Esse cenário levou a resultados negativos nas nossas posições vendidas em inflação de 3 a 6 anos, mas seguimos acreditando que a inflação no Brasil não será persistentemente acima de 6,25% como refletido hoje nos preços de mercado. No internacional, os resultados foram positivos e implementamos mudanças importantes. Diminuímos substancialmente nossas posições para maiores juros nos EUA dado o nível de preços e o cenário de desaceleração do crescimento mundial. Além disso, iniciamos posições aplicadas na curva entre 2 e 3 anos da Europa.

COMMODITIES

Resultado negativo. A percepção de piora da situação do covid na China afetou negativamente as commodities e metais como o cobre, alumínio e o ouro tiveram uma performance subpar no mês. Enquanto o petróleo, grãos e os créditos de carbono apresentaram variação positiva, a contribuição dos mesmos não foi o suficiente para compensar pelas perdas em outras commodities. Permanecemos construtivos no complexo de commodities, mas atentos aos efeitos da desaceleração da economia na função de demanda.

AÇÕES

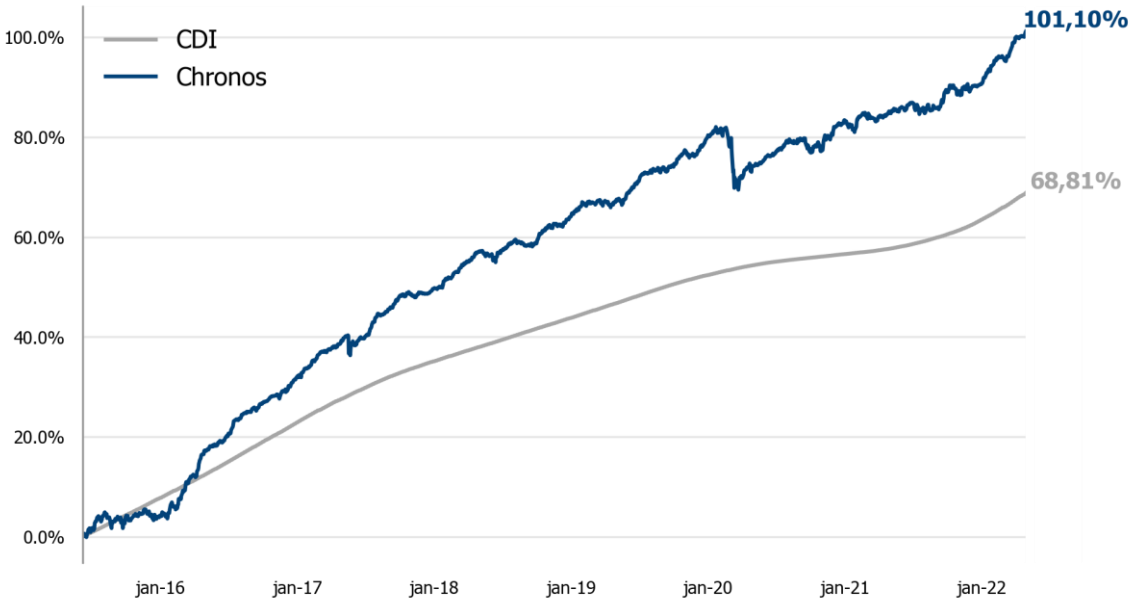
Resultado positivo. No Brasil, temos empresas nos setores de infraestrutura, serviços, saúde, varejo, shoppings e elétricas, além de manter posições em empresas de petróleo. Além disso, temos posições em 51 pares, quase todos intrasetoriais. No internacional, tivemos ganhos principalmente em virtude das nossas proteções na bolsa norte-americana. Seguimos cautelosos no mercado de ações global em virtude de uma combinação de elevação de juros e desaceleração econômica, a qual afeta tanto o múltiplo quanto o crescimento de lucros do mercado. Mantemos posições compradas em empresas de refino, gás natural, serviços de petróleo e segurança.

MOEDAS E CUPOM CAMBIAL

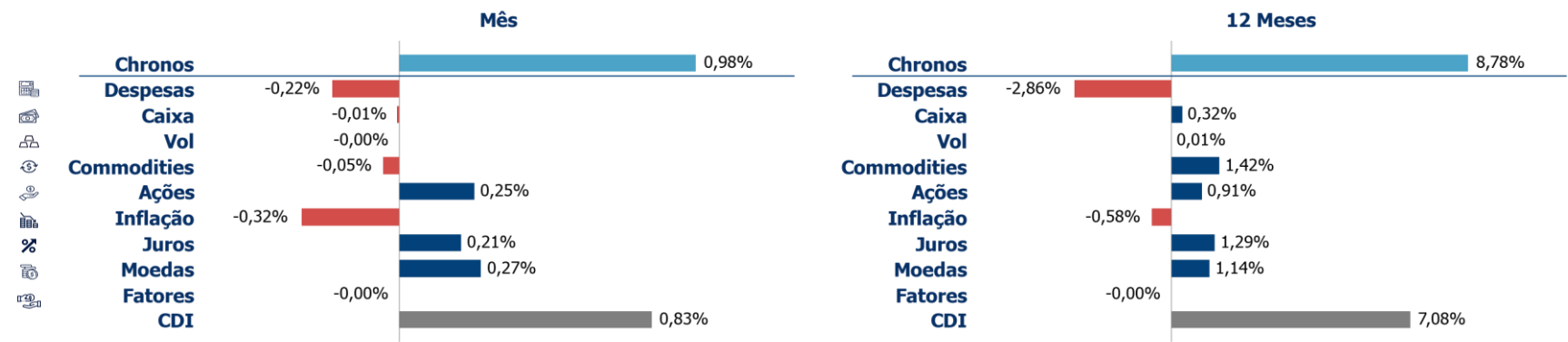
Resultado positivo. Encerramos a posição comprada no Real durante o mês. Além disso, aumentamos a posição comprada no USD contra uma cesta de moedas com foco maior em posições vendidas na Europa. O dólar é uma moeda anticíclica que se beneficia em períodos de desaceleração do crescimento mundial, o país tem independência energética e o diferencial de juros entre EUA e Europa deve aumentar mais do que o refletido no mercado atualmente. Seguimos posicionados para o aumento das taxas longas de cupom cambial em relação a Libor. A estratégia funciona como proteção para um eventual cenário de piora mais aguda do risco país ou do mercado de crédito global.

RESULTADO DA GESTÃO**

Rentabilidade do fundo desde seu início



Retorno por Estratégia



HISTÓRICO DE RENTABILIDADE**

ANO	2017	2018	2019	2020	2021	2022	abr/22	Início
FUNDO	13,41%	9,65%	9,66%	1,96%	3,91%	5,53%	0,98%	101,10%
CDI	9,95%	6,42%	5,97%	2,77%	4,40%	3,28%	0,83%	68,81%
%CDI	134,73%	150,17%	161,79%	70,74%	88,93%	168,70%	117,31%	146,93%

Início do fundo
08.jun.2015

Patrimônio Líquido Atual
3.398.087.539
Patrimônio Líquido Médio (12 meses)
4.004.284.763

Número de meses negativos
16
Número de meses positivos
67

Melhor mês
abr.16 (4,63%)
Pior mês
mar.20 (-3,28%)

* Fatores: estratégia quantitativa de apropriação de prêmios nos mercados de ações e opções internacionais. Os prêmios (fatores) possuem longa evidência empírica e são fundamentados economicamente.

COTA RESGATE:	PAGAMENTO RESGATE:	TAXA DE SAÍDA:	APLICAÇÃO INICIAL:	TAXA DE ADM.:	TAXA DE PERFORMANCE:
D+5 dia útil da solicitação.	D+1 dia útil da solicitação.	Não há.	Sujeito às regras do distribuidor.	2.0%a.a.	20.0% do que exceder 100% do CDI.

Autorregulação
ANBIMA

Gestão de Recursos

Este material foi elaborado pela Kinea (Kinea Investimentos Ltda e Kinea Private Equity Investimentos S.A.), empresa do Grupo Itaú Unibanco. A Kinea não comercializa e nem distribui cotas de fundos de investimentos. Leia o regulamento e demais documentos legais do fundo antes de investir. Os fundos são supervisionados e fiscalizados pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Os fundos de condomínio aberto e não destinados a investidores qualificados possuem lâminas de informações essenciais. A descrição do tipo ANBIMA consta no formulário de informações complementares. Estes documentos podem ser consultados no site da CVM <http://www.cvm.gov.br/> ou no site dos respectivos Administradores dos fundos. Não há garantia de tratamento tributário de longo prazo para os fundos que informam buscar este tratamento no regulamento.Os fundos da Kinea não são registrados nos Estados Unidos da América sob o Investment Company Act de 1940 ou sob o Securities Act de 1933. Não podem ser oferecidos ou vendidos nos Estados Unidos da América ou em qualquer um de seus territórios, possessões ou áreas sujeitas a sua jurisdição, ou a pessoas que sejam consideradas como U.S. Persons para fins da regulamentação de mercado de capitais norte-americana. Os Fundos de Investimento da Kinea podem apresentar um alto grau de volatilidade e risco. Alguns fundos informam no regulamento que utilizam estratégias com derivativos como parte de sua política de investimento, que da forma que são adotadas, podem resultar em perdas de patrimônio financeiro para seus cotistas superiores ao capital aplicado, obrigando o cotista a aportar recursos adicionais para cobertura do fundo. É recomendada uma avaliação de performance de fundos de investimento em análise de no mínimo 12 meses. A rentabilidade passada não garante a rentabilidade futura e fundos de investimento não são garantidos pela Instituição Administradora, ou por qualquer mecanismo de seguro, ou ainda pelo Fundo Garantidor de Créditos – FGC. Os Fundos de Investimento em Participações seguem a ICVM 578, portanto são condomínios fechados em que as cotas somente são resgatadas ao término do prazo de duração do fundo. Esta modalidade concentra a carteira em poucos ativos de baixa liquidez, o que pode resultar em perdas de patrimônio financeiro para seus cotistas que podem superar o capital aplicado, acarretando na obrigatoriedade do cotista aportar recursos adicionais para cobertura do fundo no caso de resultado negativo. Os Fundos de Investimento Imobiliário seguem a ICVM571, portanto são condomínios fechados em que as cotas não são resgatáveis onde os cotistas podem ter dificuldade em alienar suas cotas no mercado secundário. As opiniões, estimativas e projeções refletem o atual julgamento do responsável pelo seu conteúdo na data de sua divulgação e estão, portanto, sujeitas a alterações sem aviso prévio. As projeções utilizam dados históricos e suposições, de forma que devem ser realizadas as seguintes advertências: (1) Não estão livres de erros; (2) Não é possível garantir que os cenários obtidos venham efetivamente a ocorrer; (3) Não configuram, em nenhuma hipótese, promessa ou garantia de retorno esperado nem de exposição máxima de perda; e (4) Não devem ser utilizadas para embasar nenhum procedimento administrativo perante órgãos fiscalizadores ou reguladores. Este conteúdo é informativo e não constitui nem deve ser interpretado como oferta ou solicitação de compra ou venda de valores mobiliários, instrumento financeiro ou de participação em qualquer estratégia de negócios específica, qualquer que seja a jurisdição. Algumas das informações aqui contidas foram obtidas com base em dados de mercado e de fontes públicas consideradas confiáveis. O Grupo Itaú Unibanco e a Kinea não declaram ou garantem, de forma expressa ou implícita, a integridade, confiabilidade ou exatidão de tais informações e se eximem de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização desse material e de seu conteúdo. Esse material não pode ser reproduzido ou redistribuído para qualquer pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento por escrito da Kinea. Quaisquer outras informações ou esclarecimentos sobre o Fundo poderão ser obtidos com o Administrador e o Gestor, através do e-mail: contato@kinea.com.br.