

Carta do Gestor

Maio 2022

Kinea

uma empresa Itaú

Miragens no deserto econômico

Os efeitos da inflação nos dados econômicos

Miragens em um deserto são ilusões ópticas, causadas pela refração da luz, fazendo com que o viajante acredite na presença de água onde só a areia se encontra presente.

Em parte, a miragem é um fenômeno real, causado pelo desvio de raios solares em regiões muito quentes e, em parte, um devaneio da mente do viajante que, desesperado por água, se convence da presença de um oásis onde nada há.

"A inflação é tão violenta quanto um assaltante armado e tão letal quanto um assassino de aluguel"

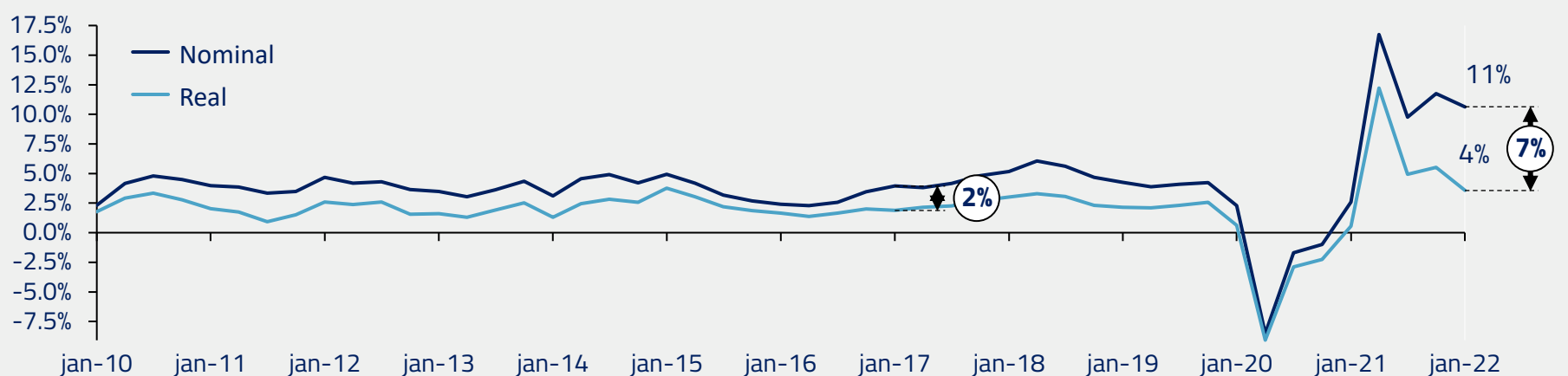
Ronald Reagan



De modo semelhante, o recente surto inflacionário global está criando um novo tipo de miragem: a ilusão do crescimento econômico e de lucros de empresas onde nada há. Muitos dos números econômicos que observamos são, na verdade, medidos de forma nominal, distorcendo a análise em períodos de aceleração inflacionária.

Gráfico 1: PIB nominal e real

Variação y/y, série deflacionada pelo deflator implícito de preços



Fonte: FED St. Louis

Em nossa última carta, “Os Limites da Física”, mencionamos que a economia global está em processo de desaceleração. Nesta carta, mostraremos que essa desaceleração pode ser vista com maior nitidez quando a ilusão criada pelos elevados níveis de inflação é retirada dos números econômicos.

ILUSÃO MONETÁRIA E ANÁLISE DE DADOS ECONÔMICOS

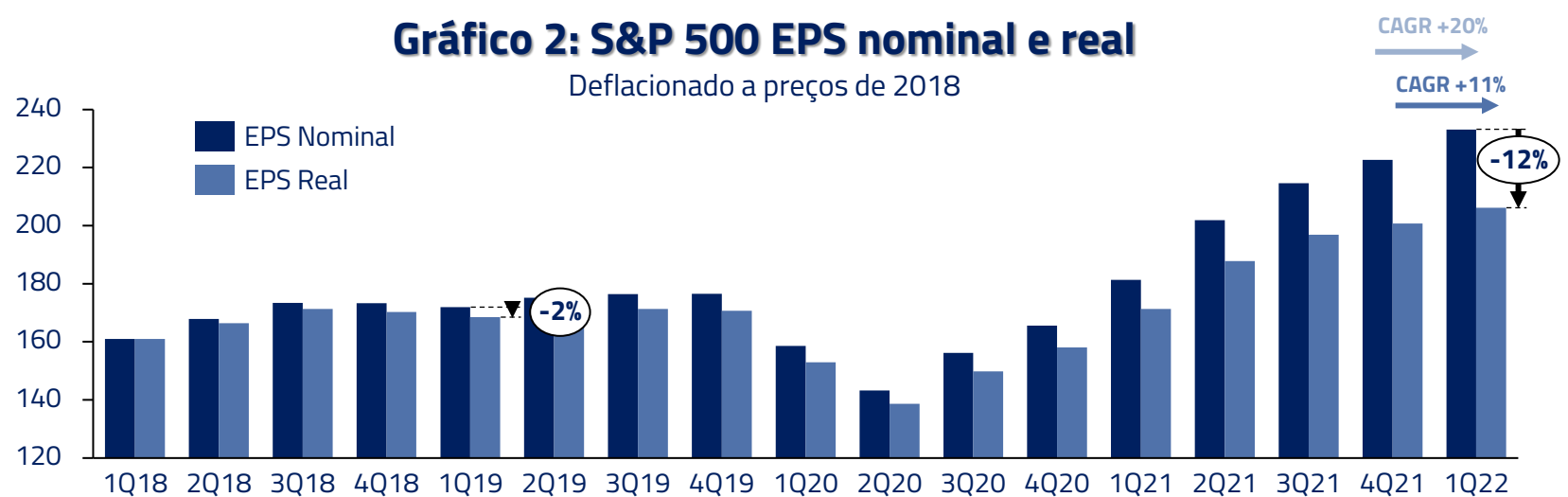
Ilusão monetária é um termo criado no início do século XX por Irving Fisher e popularizado por John Maynard Keynes para ilustrar o viés das pessoas de pensarem a economia em termos nominais, não percebendo a perda de poder aquisitivo do lado real, isto é, após descontada a inflação do período.

Por décadas, nos acostumamos com números inflacionários muito baixos nas economias dos países desenvolvidos. Taxas de inflação na casa de 2% ao ano faziam com que a necessidade de deflacionar séries econômicas não estivesse presente, mesmo considerando que muitos dados econômicos são apresentados de forma nominal.

Entre esses dados, por exemplo, estão as séries de vendas no varejo e o crescimento de lucros no S&P 500. Ambas são séries nominais que nos acostumamos a analisar como se fossem reais ou como proxies da saúde da economia norte-americana.

Gráfico 2: S&P 500 EPS nominal e real

Deflacionado a preços de 2018



Essa ilusão monetária, em nossa visão, também se encontra presente no consumidor norte-americano. Onde, a despeito de ganhos salariais recentes, no agregado, o salário real continua em queda. Essa queda é também acentuada pelo fato de que boa parte da poupança acumulada durante a pandemia, principalmente da população de baixa renda, já foi utilizada.

Gráfico 3: EUA: Average Hourly Earnings of All Employees, Total Private

Variação y/y, série deflacionada pelo CPI

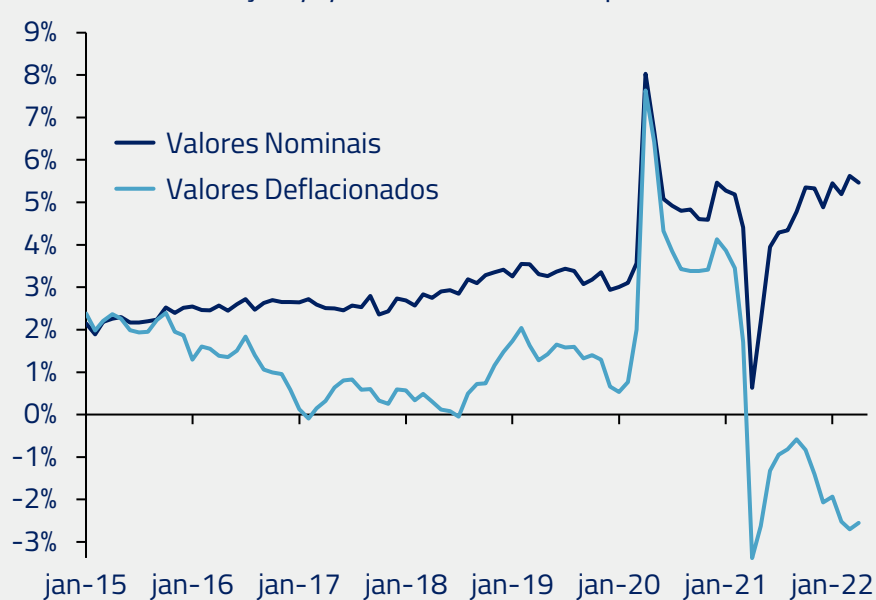
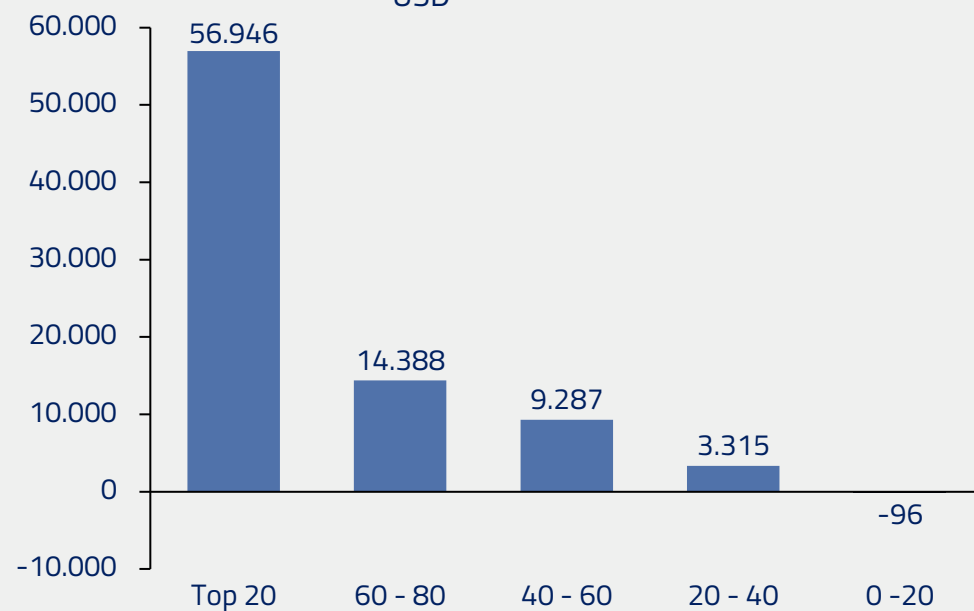


Gráfico 4: Excesso de poupança das famílias por faixa de renda

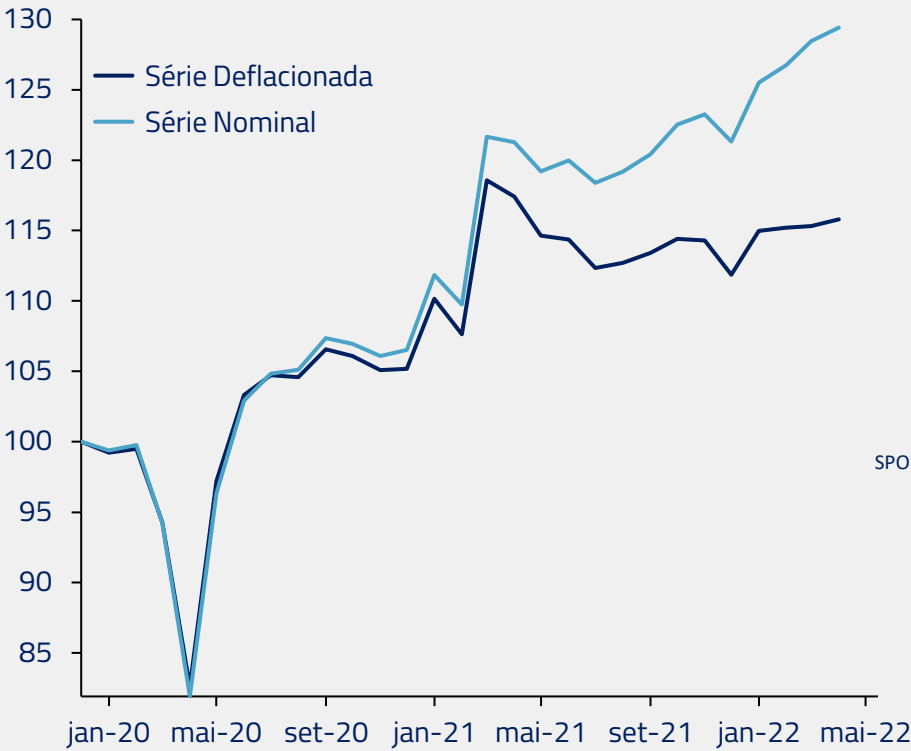
USD



É verdade que, em alguns setores, o consumidor ainda tem demanda historicamente elevada. Entretanto, a depender do setor observado, o efeito inflacionário passa uma impressão completamente distinta do nível de demanda real.

Gráfico 5: Vendas do Varejo

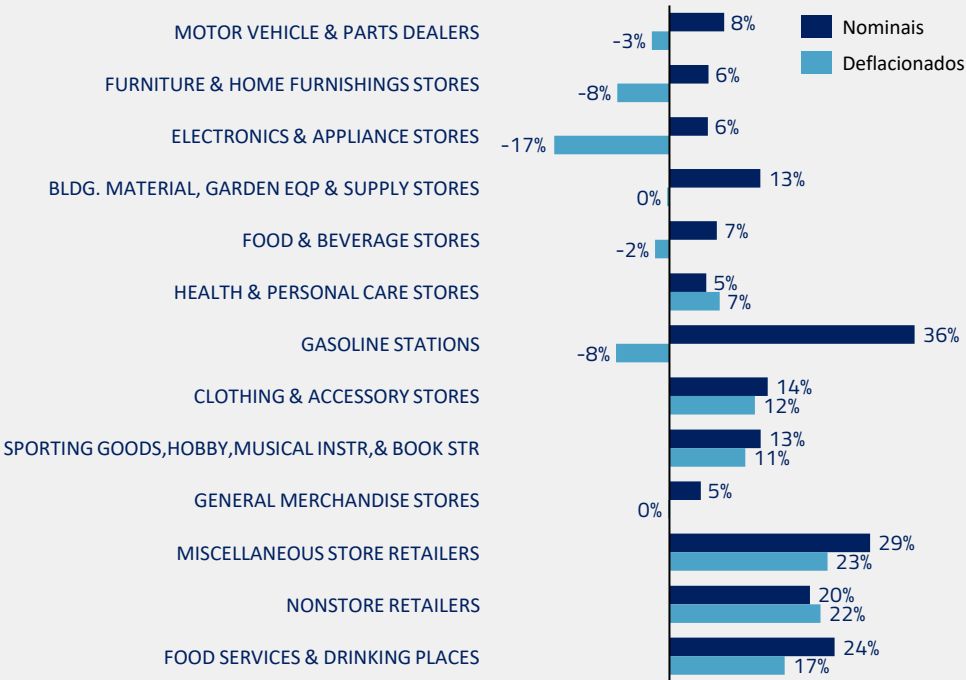
Dez/19 = 100, série deflacionada pelo CPI



Fonte: Reuters

Gráfico 6: Aberturas do varejo: desvios em relação à tendência linear

Dez/19 = 100, série deflacionada pelo CPI

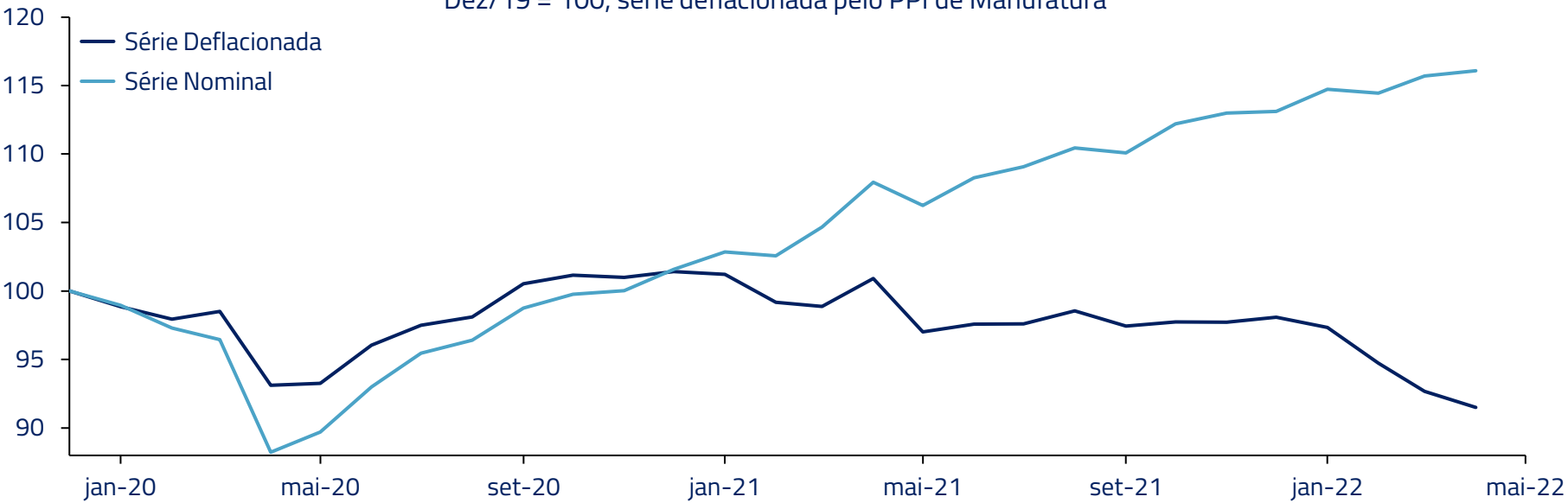


Fonte: Reuters

Também nos setores industriais é visível a importância de separar efeitos de preço e quantidade para termos uma melhor ideia do ritmo real de crescimento. A retomada industrial ganha contornos bem distintos se observarmos os dados em valores reais. A falta de insumos na indústria global e os problemas nas cadeias produtivas inflam o valor das encomendas da indústria americana, passando a impressão de que a demanda é sem precedentes.

Gráfico 7: Novas encomendas da manufatura: bens de capital

Dez/19 = 100, série deflacionada pelo PPI de Manufatura

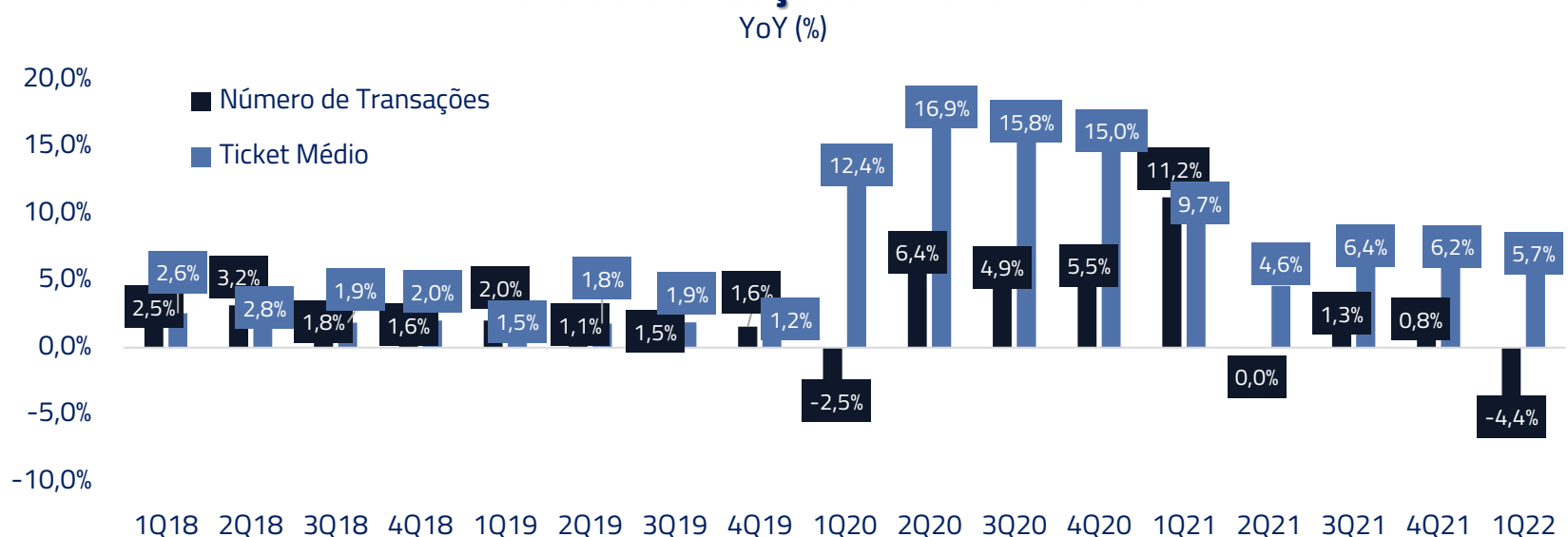


Fonte: Reuters

No mundo corporativo, esses efeitos também já podem ser observados nos resultados recentes das empresas de varejo dos Estados Unidos. Walmart e Target, dois dos maiores varejistas norte-americanos, reportaram resultados recentemente e, apesar de um “saúdável” crescimento de receita na casa de 8%-10% a.a., o volume de transações já se apresenta em queda.

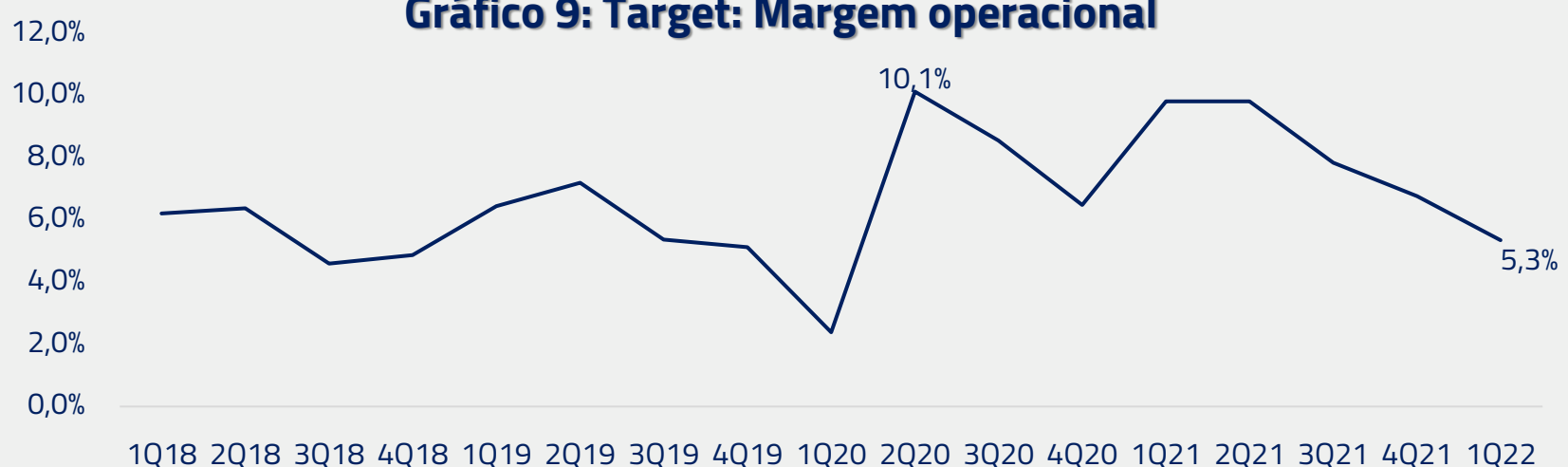
A consequência da queda de transações, com o crescimento de receita sendo simplesmente uma ilusão inflacionária, é que os custos começam a pressionar as margens. No caso da Target, por exemplo, a margem já contraiu de patamares perto de 10% em períodos recentes para 5% no último resultado.

Gráfico 8: Empresas de Varejo nos EUA. Crescimento de vendas: Número de transações x Ticket Médio



Dados divulgados pelas empresas

Gráfico 9: Target: Margem operacional



Dados divulgados pelas empresas

Conforme apresentamos acima, nosso cenário de desaceleração econômica se torna ainda mais claro quando dados nominais são observados de forma real, isso é, expurgando os efeitos da inflação elevada.

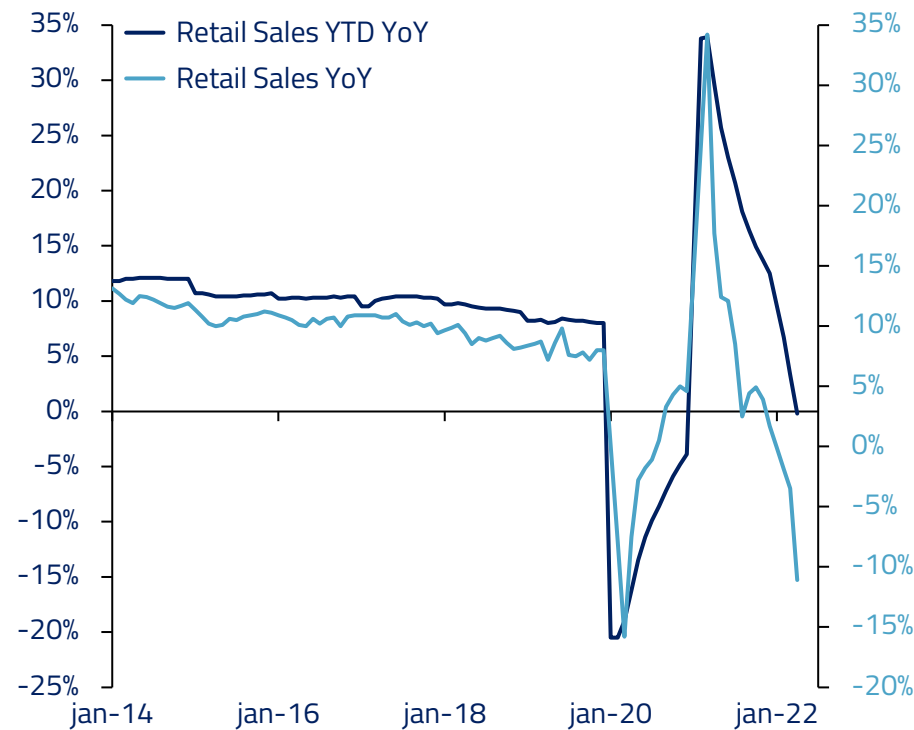
Mantemos, como consequência, um portfólio mais defensivo no momento, onde permanecemos comprados no dólar norte-americano, vendidos em bolsa global e aplicados em juros, principalmente na Europa. Mantemos posições compradas em commodities em virtude de serem mercados físicos com limitação de oferta nas posições que mantemos em energia, metais e grãos.

CHINA: COVID DÉJÀ VU

Dentro do cenário de desaceleração global, a China tem o potencial de causar grande variação no nível de atividade para o segundo semestre, em virtude do forte impacto econômico causado pela recente onda da variante Ômicron.

Gráfico 10: Vendas do Varejo

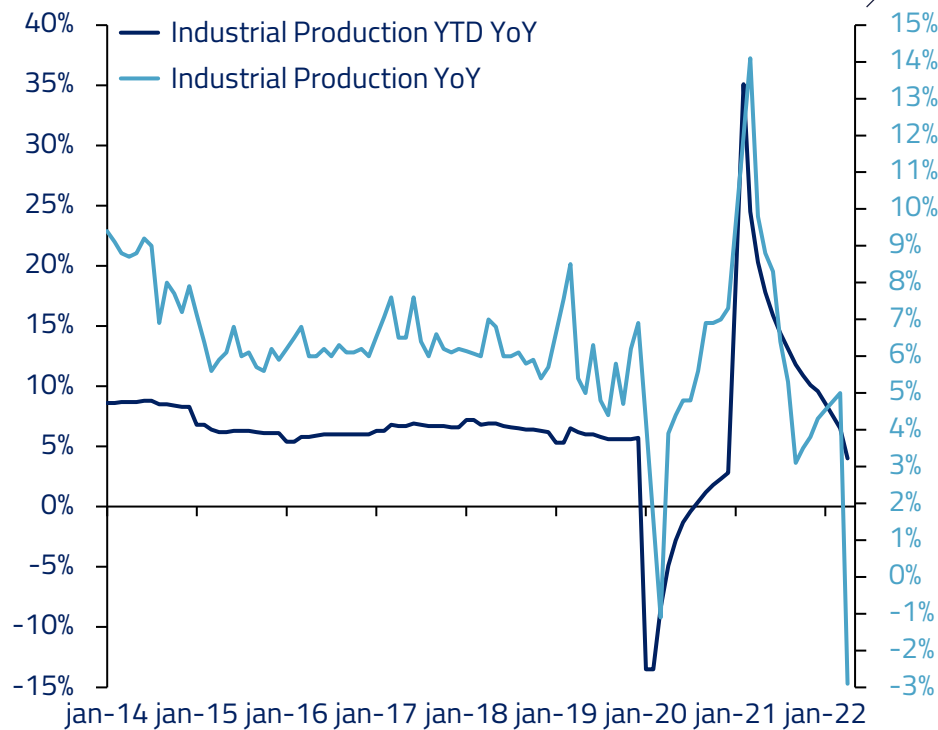
Variação YoY



Fonte: Bloomberg

Gráfico 11: Produção Industrial

YoY

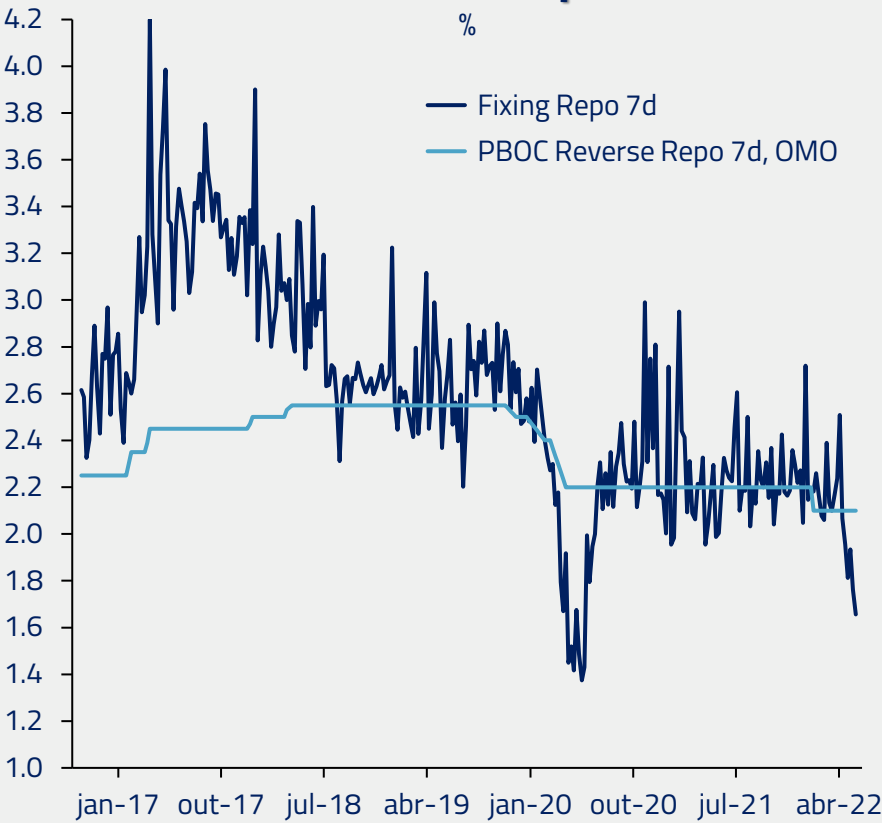


Fonte: Bloomberg

É difícil acreditar que a China está novamente lutando contra o COVID com intensidade semelhante à observada em 2020. A política de “COVID zero” implementada no país tem causado sérios efeitos econômicos, que até o momento totalmente anulam qualquer tentativa de afrouxamento monetário e fiscal.

Gráfico 12: Fixing Repo e PBOC Reverse Repo

%



Fonte: Bloomberg

Gráfico 13: Medidas de Estímulos anunciadas em 2022

SETOR	MEDIDA
Fiscal	2.9% do PIB
Monetário	25 bps corte compulsório 10 bps corte repo rate
Imobiliário	Corte de 20 bps do piso de mortgage rates Corte de 20 bps na taxa de referência de 5 anos Relaxamento de parâmetros de compras em mais de 100 cidades
Outros	Rebates de impostos para PMEs, subsídios para consumo, crédito direcionado

Fonte: Morgan Stanley Research

Poucos casos da doença geram enorme impacto em mobilidade, conforme observado em Pequim, e, em caso de descontrole no número de casos, as consequências são ainda piores, como o observado em Shanghai durante o surto mais recente.

Gráfico 14: Índice de mobilidade nas estradas: saída de Xangai para outras localidades

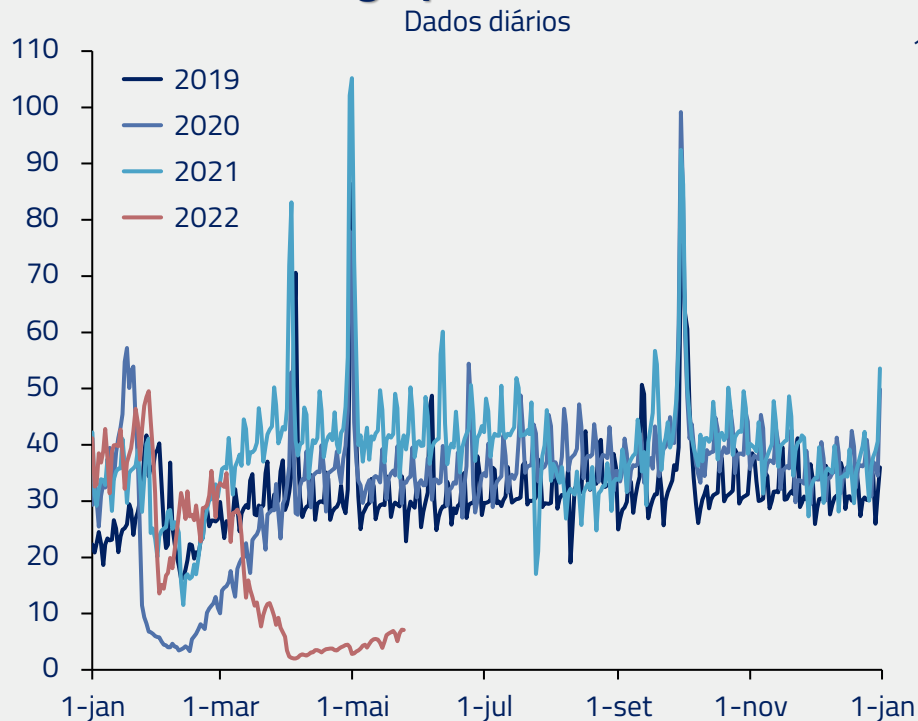
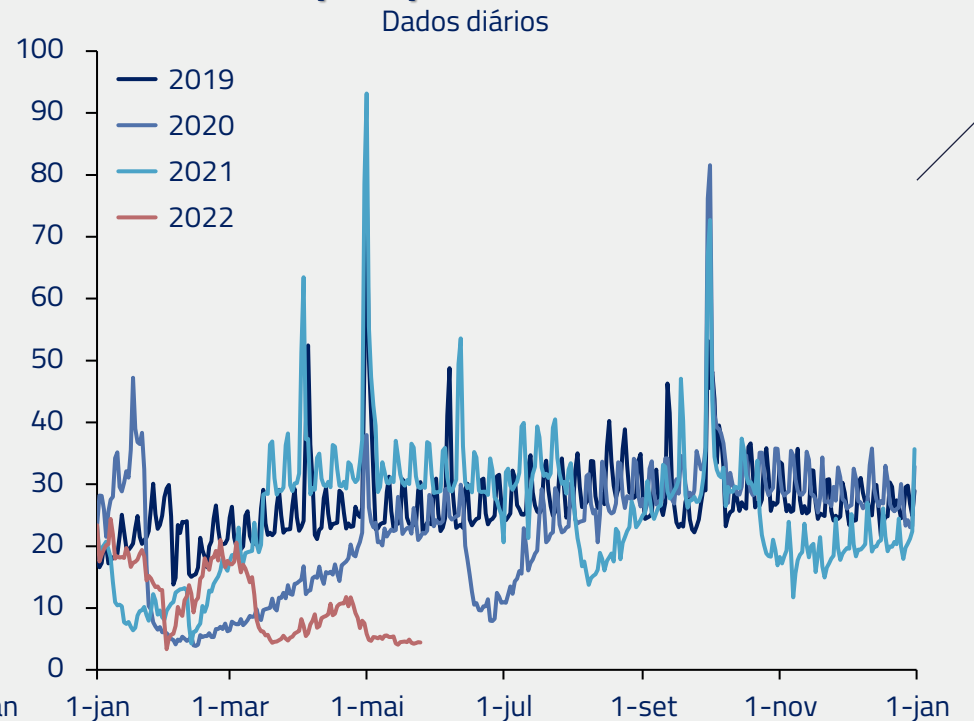


Gráfico 15: Índice de mobilidade nas estradas: saída de Pequim para outras localidades



O sucesso ou não da China em retomar sua atividade ao longo do segundo semestre deve afetar o mundo de várias maneiras. Primeiramente, o surto recente está afetando novamente as cadeias de distribuição globais, fato mencionado por várias empresas durante seus resultados mais recentes, incluindo a Apple, a maior empresa dos Estados Unidos.

Em segundo lugar, a China continua sendo importante na formação de preços de diversas commodities que, no caso de incapacidade de conter a onda atual, podem ser severamente afetadas em sua demanda.

A “regra de bolso” a ser utilizada nas sucessivas ondas globais de COVID tem sido investir tão logo as curvas de casos comecem a se reverter. Isso já está ocorrendo na China. Entretanto, qualquer regra simples pode falhar quando estamos lidando com um país que parece não aceitar casos de uma variante que se espalha rapidamente, independentemente de sua baixa letalidade.

Gráfico 16: Novos casos diários por milhão de habitantes



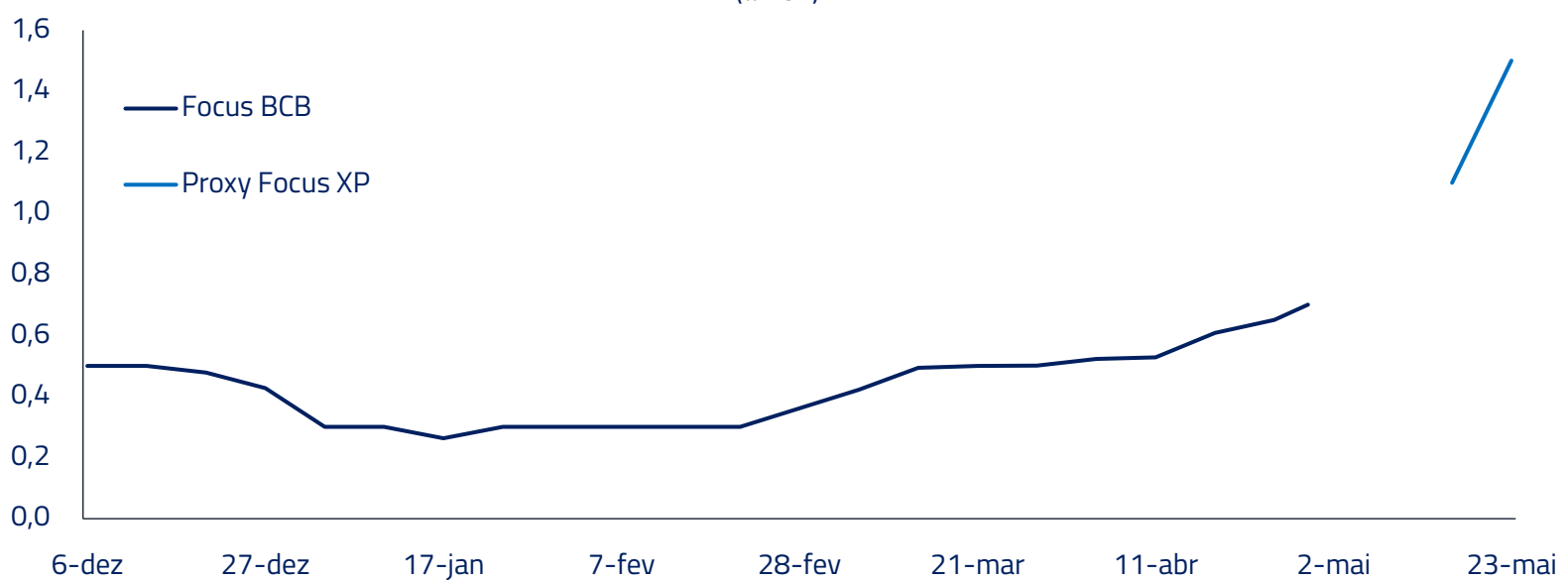
Mantemos posições compradas em commodities, principalmente por restrições de oferta, mas permanecemos atentos aos acontecimentos na China, e seus impactos potenciais na função de demanda de diversas commodities, principalmente as metálicas.

BRASIL: MAIS ATIVIDADE NO CURTO PRAZO, MAS COM RISCO DE DESACELERAÇÃO NO SEGUNDO SEMESTRE

No Brasil continuam as surpresas positivas com a atividade, com revisões para o PIB do primeiro trimestre. Imaginamos que a economia deve também permanecer resiliente no segundo trimestre, não só pelo momento econômico criado no primeiro trimestre, mas também por antecipação de recursos como o FGTS e décimo-terceiro salário de aposentados e pensionistas do INSS.

Gráfico 17: Brasil: Expectativas para o PIB 2022

(% YoY)



Fonte: BCB, XP

Na nossa visão, os números mais fortes ainda são efeitos da combinação de diversos fatores: reabertura, termos de troca, reajuste do salário-mínimo, aumento do Auxílio Brasil, abono salarial entregue no início do ano e um mercado de trabalho mais resiliente. Esses efeitos combinados geraram um crescimento na renda agregada que impulsionou os números da economia.

Gráfico 18: Renda Real Nacional Disponível Bruta, Restrita



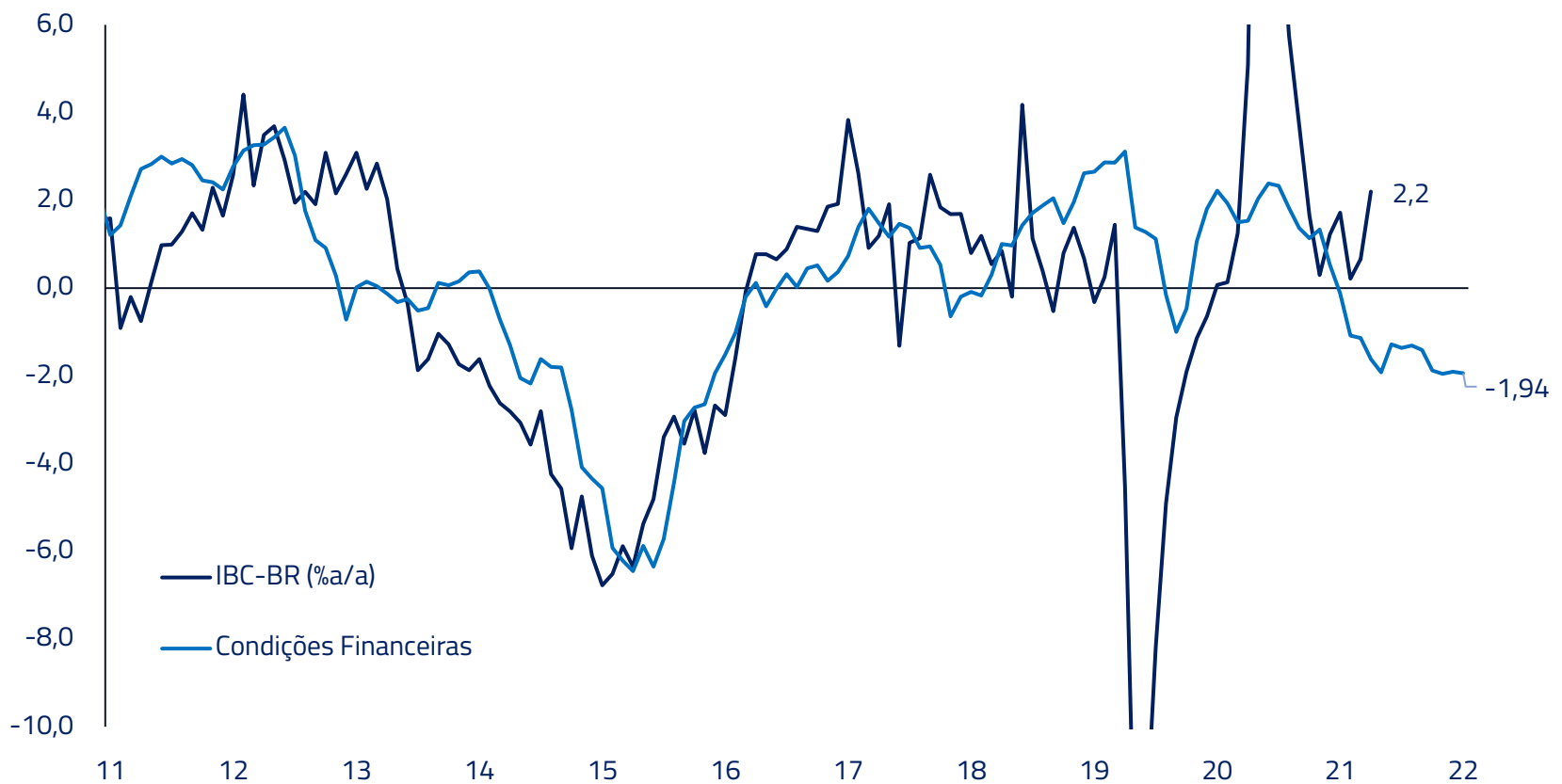
Fonte: BCB, Kinea

Para o segundo semestre, entretanto, consideramos que esses vetores que contribuíram positivamente para a renda não estarão mais presentes, com a inflação consequentemente corroendo os ganhos reais até aqui obtidos. Consideramos também que os efeitos contracionistas da política monetária, com elevados juros reais, devem ser sentidos mais fortemente.

Kinea

uma empresa Itaú

Gráfico 19: Atividade econômica e condições financeiras



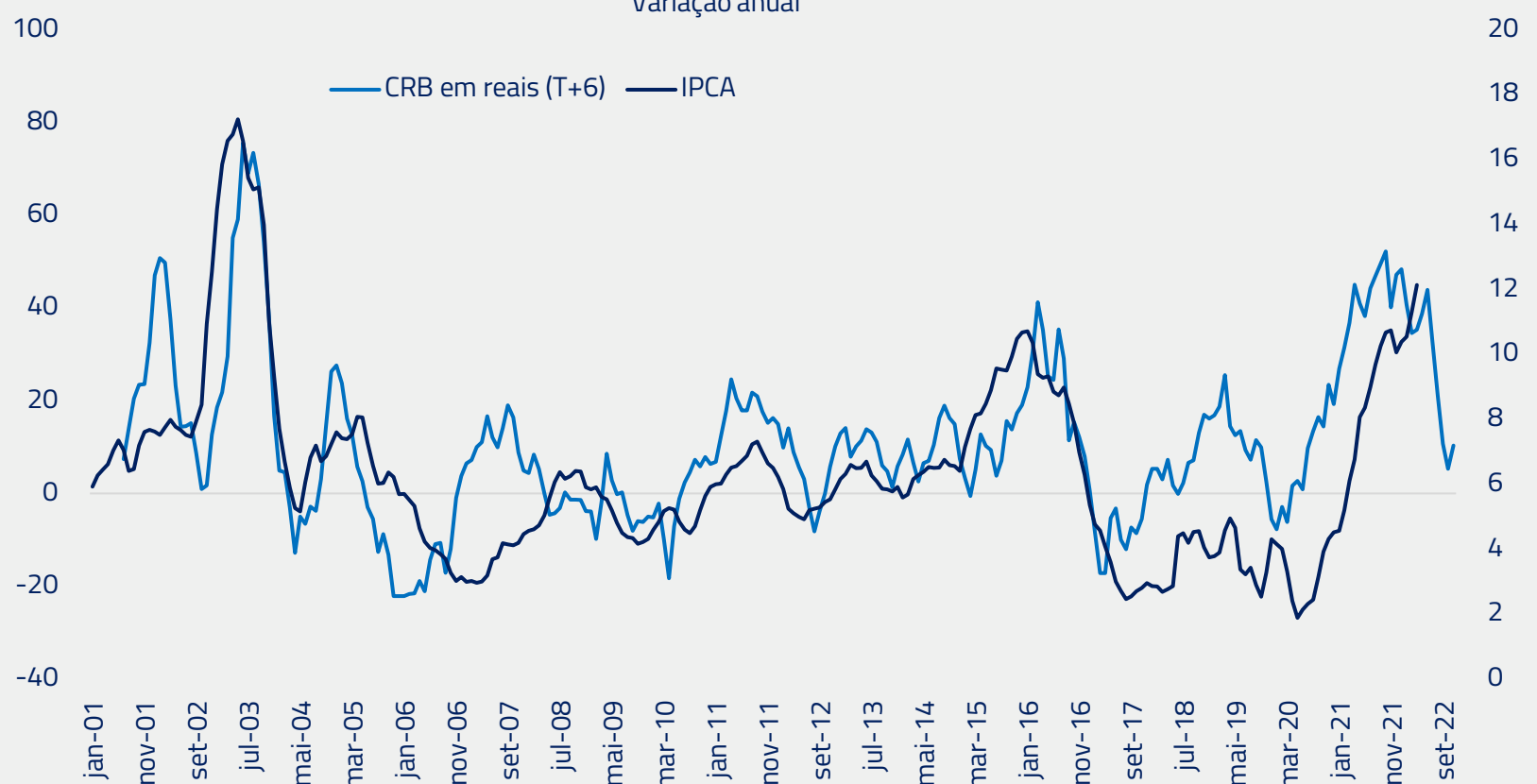
Fonte: BCB, Kinea. Para mar/22, projeção Kinea

Os números inflacionários permanecem piores que o esperado, principalmente em virtude de a pressão no atacado ter voltado a acelerar. Em resumo, a combinação do aumento de renda real com pressões de custos acabou por se traduzir em elevadas pressões inflacionárias.

Esperamos que a inflação venha a ceder no segundo semestre como reflexo da queda da atividade e um melhor comportamento dos preços de commodities em moeda local, que desde o ano passado têm sido a principal locomotiva do processo inflacionário.

Gráfico 20: IPCA vs. CRB em reais

Variação anual



Fonte: Bloomberg, IBGE

Permanecemos mais construtivos em relação ao Brasil quando comparado com os principais países desenvolvidos, sem nos esquecer, no entanto, que nosso país não é uma ilha econômica e deve continuar a sofrer com os efeitos da desaceleração global e com as consequências de uma política monetária mais apertada. Continuamos comprados em bolsa local e aplicados na inflação de médio prazo.

Estamos sempre à disposição de nossos clientes e parceiros.

Kinea Investimentos

PALAVRA DO GESTOR SOBRE A PERFORMANCE DO MÊS

AÇÕES

Resultado positivo. No Brasil, mantemos posições nos setores de transportes, varejo, serviços financeiros e petróleo. Além disso, temos posições em 59 pares, quase todos intrasetoriais. No internacional, no balanço, nossas posições compradas em energia e vendidas em índice geraram resultado positivo no mês. Mantemos uma posição líquida vendida em ações globais como consequência de nosso cenário de desaceleração econômica, o qual, além da queda do índice preço/lucro observada até o momento, deve levar a revisões negativas na expectativa de lucros de diversos setores ao longo do ano.

CRÉDITO PRIVADO

Resultado positivo. Dentre os destaques do mês para nosso portfólio, tivemos impactos positivos da Klabin e Eldorado. O prêmio da carteira de crédito continua elevado, 1,67% acima do CDI e um prazo médio de 2,61 anos. Encerramos o mês com 14,8% do patrimônio alocado em ativos de crédito. Em relação as principais modificações no mês, adicionamos debêntures da Unidas (emitida no CDI+1,90% para uma duration de 3,8 anos), Guararapes (emitida no CDI+2,45% para uma duration de 3,5 anos), Aegea (emitida no CDI+6% para uma duration de 4,4 anos) e BRK Ambiental (emitida no CDI+2,40% para uma duration de 3,8 anos).

COMMODITIES

Resultado positivo. O preço do barril de petróleo continuou a subir em maio, refletindo um mercado físico apertado, como consequência do conflito Rússia-Ucrânia e a despeito da constante liberação de reservas estratégicas e fraca demanda da China. Continuamos comprados no petróleo, ouro, cobre, alumínio, açúcar e milho e vendidos no algodão. Consideramos que os limites físicos de oferta em diversas commodities deve continuar a causar elevação de preços em mercados onde estoques já se encontram em níveis baixos.

JUROS E INFLAÇÃO

Resultado negativo. Durante o mês o prêmio dos juros no Brasil subiu em função da inflação pior que o esperado, novas pressões altistas nas commodities e pesquisas eleitorais. Aproveitamos a discussão no Congresso de projetos para desonerar os impostos sobre combustíveis e energia para diminuir substancialmente nossas posições vendidas em inflação. No internacional, mantemos posições aplicadas na curva de 3 anos da Europa e tomadas em inclinação. O Banco Central Europeu terá uma missão difícil ao tentar normalizar os juros em um cenário de desaceleração econômica devido aos riscos financeiros nos países mais endividados da região.

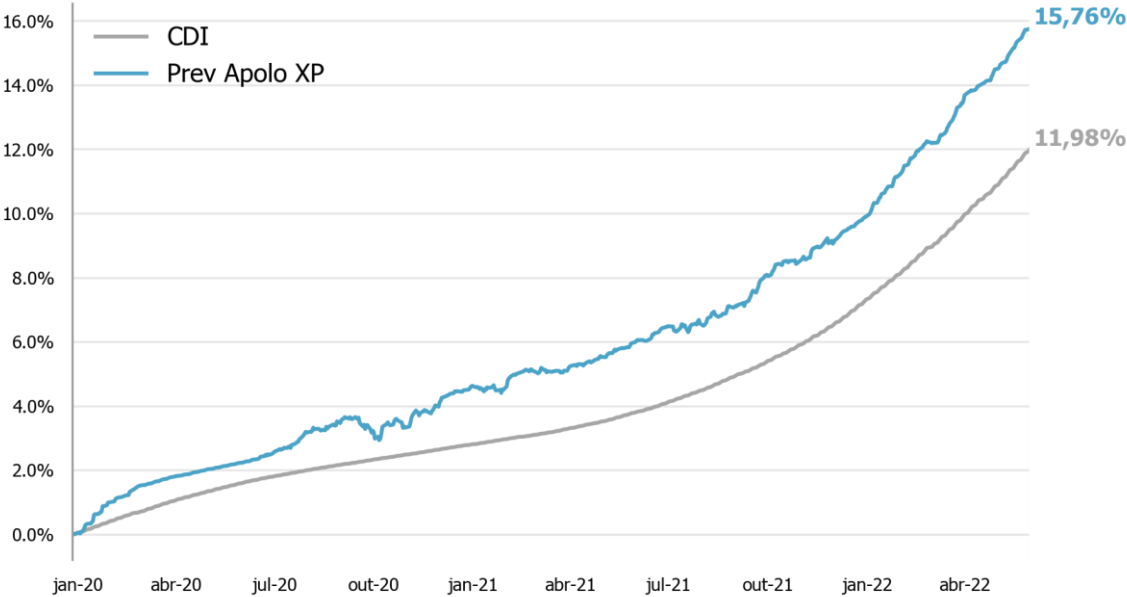
MOEDAS E CUPOM CAMBIAL

Resultado positivo. Estamos comprados no USD contra uma cesta de moedas. 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 outros países desenvolvidos deve aumentar mais do que o refletido no mercado atualmente. Além disso, temos operado taticamente comprados no Real e no Yen. 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.

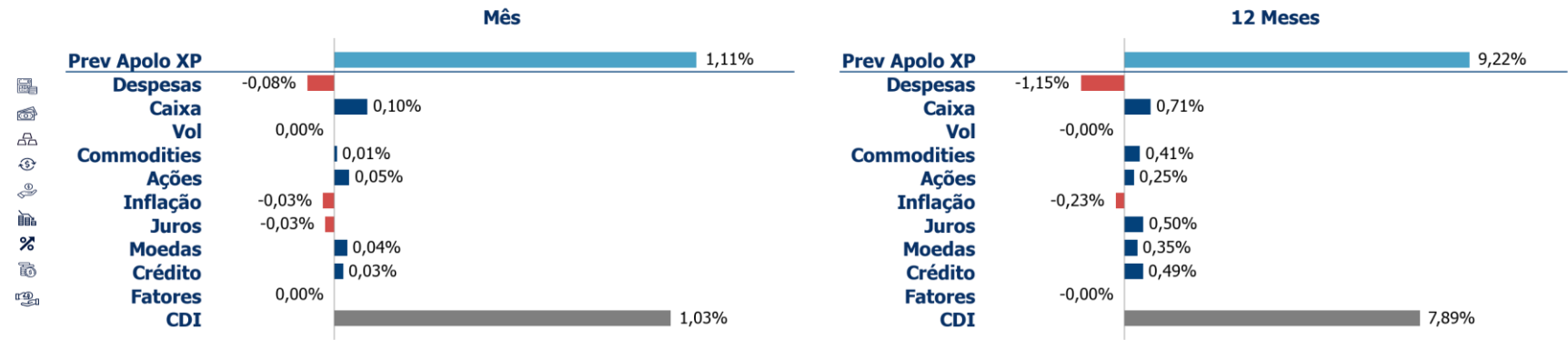
▶ Para mais informações veja também o nosso vídeo mensal sobre o Fundo no YouTube

RESULTADO DA GESTÃO**

Rentabilidade do fundo desde seu início



Retorno por Estratégia



HISTÓRICO DE RENTABILIDADE**

ANO	2019	2020	2021	2022	mai/22	Início
FUNDO	0,04%	4,59%	5,05%	5,33%	1,11%	15,76%
CDI	0,03%	2,77%	4,40%	4,34%	1,03%	11,98%
%CDI	104,17%	165,78%	114,80%	122,62%	107,60%	131,51%

Início do fundo 27.dez.2019	Patrimônio Líquido Atual 108.927.728	Número de meses negativos 2	Melhor mês jan.22 (1,18%)
	Patrimônio Líquido Médio (12 meses) 74.753.605	Número de meses positivos 28	Pior mês set.20 (-0,23%)

* 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+0 dia útil da solicitação.	D+1 dia útil da solicitação.	Não há.	Sujeito às regras do distribuidor.	0.8%a.a.	20.0% do que exceder 100% do CDI.



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.