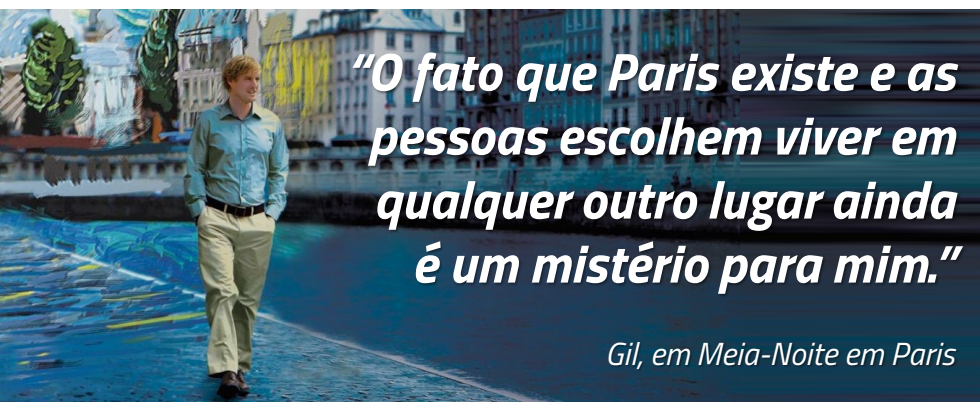




## A paixão dos investidores pela Europa e a inflação no Brasil



***"O fato que Paris existe e as pessoas escolhem viver em qualquer outro lugar ainda é um mistério para mim."***

*Gil, em Meia-Noite em Paris*

O filme de Woody Allen que dá título a esta carta retrata a nostalgia e ilusão do personagem Gil, escritor americano que, buscando se isolar dos dias atuais e de sua família materialista, era transportado durante a noite para a *belle époque* parisiense e convivia com grandes artistas e escritores do início do século XX.

Essa paixão europeia marcou o primeiro trimestre desse ano, quando o mercado apresentou grande apreço por ativos europeus, dada a brusca reversão positiva das projeções econômicas após a queda forte dos preços de gás natural e da reabertura chinesa.

### Preço do gás natural na Europa

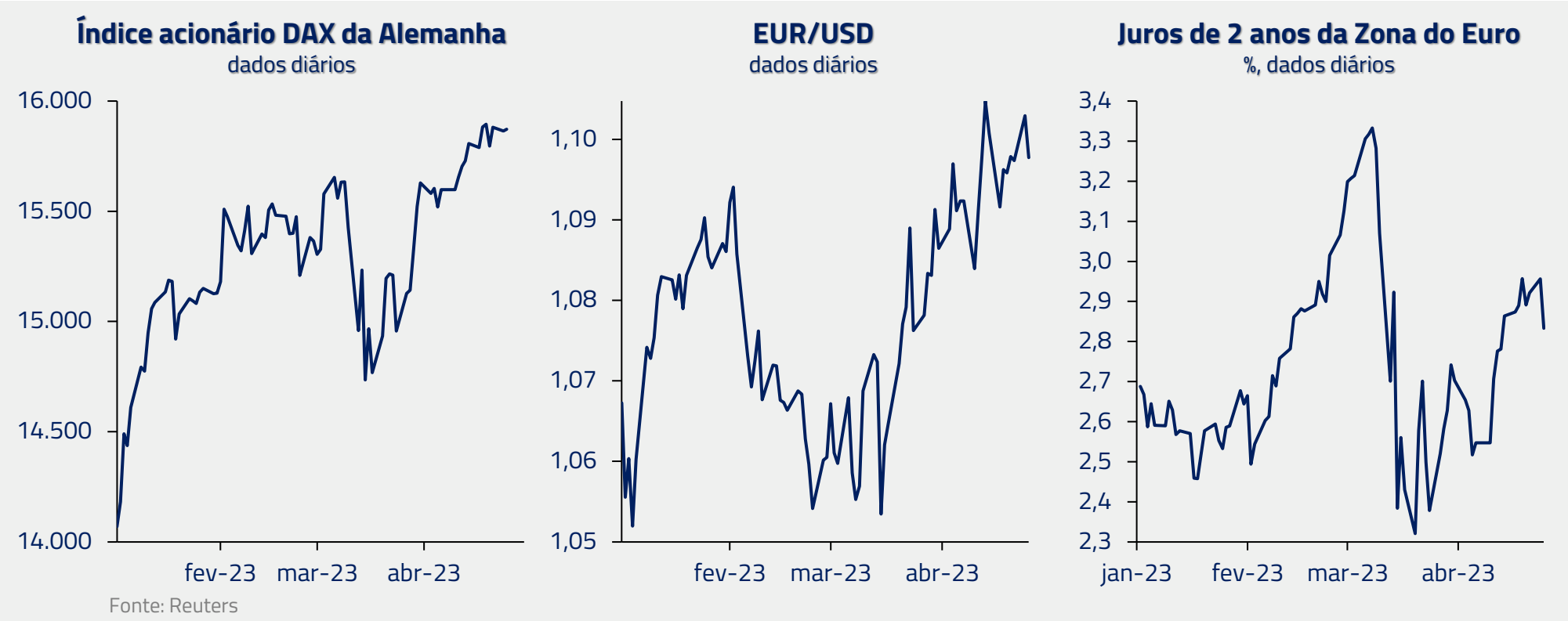
€/MWh, TTF: preços para 1 mês à frente, dados diários



Fonte: Reuters



Ao mesmo tempo, a crise bancária que atingiu dois bancos americanos colocou em xeque a capacidade do Banco Central estadunidense (FED) continuar tendo o combate à inflação como prioridade, enquanto o Banco Central Europeu (ECB) rapidamente se revelou menos preocupado com o problema.

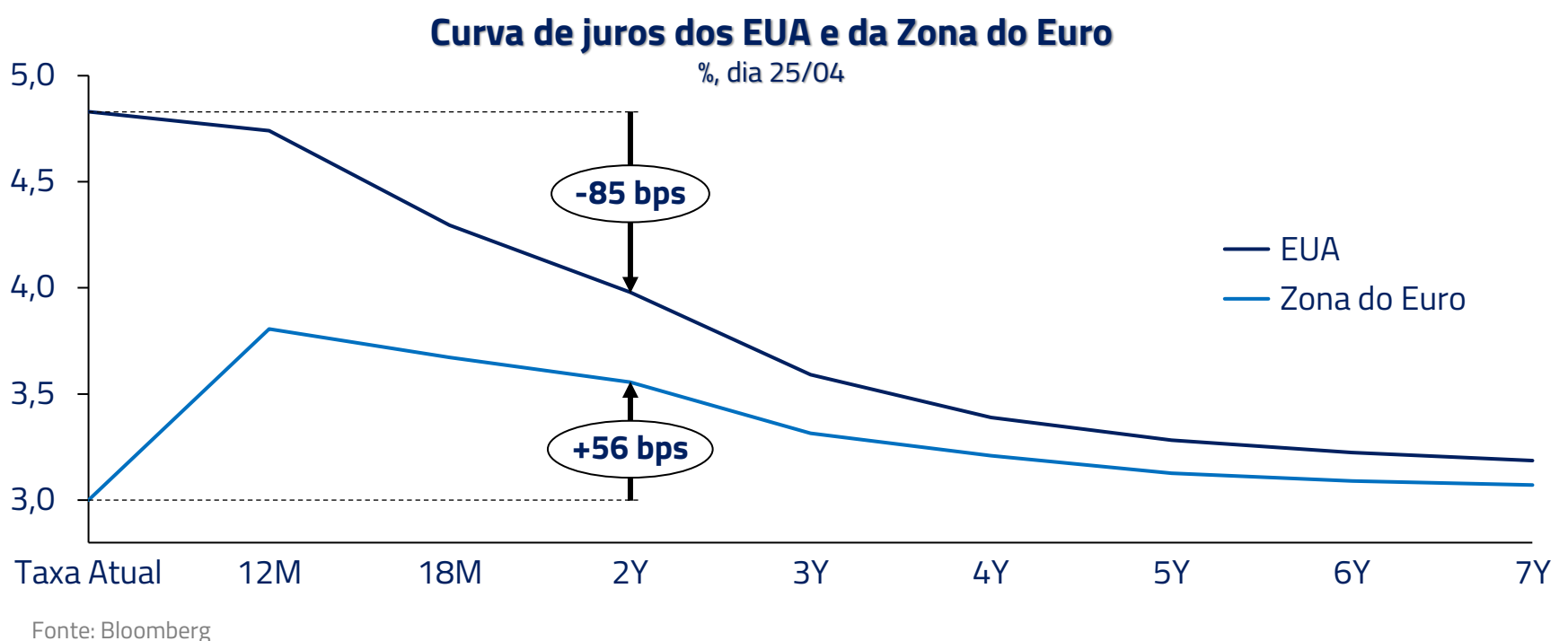


No entanto, acreditamos que essa dicotomia de leitura entre o cenário europeu e americano não é sustentável, o que tende a implicar reprecificação relativa de ativos nos próximos meses.

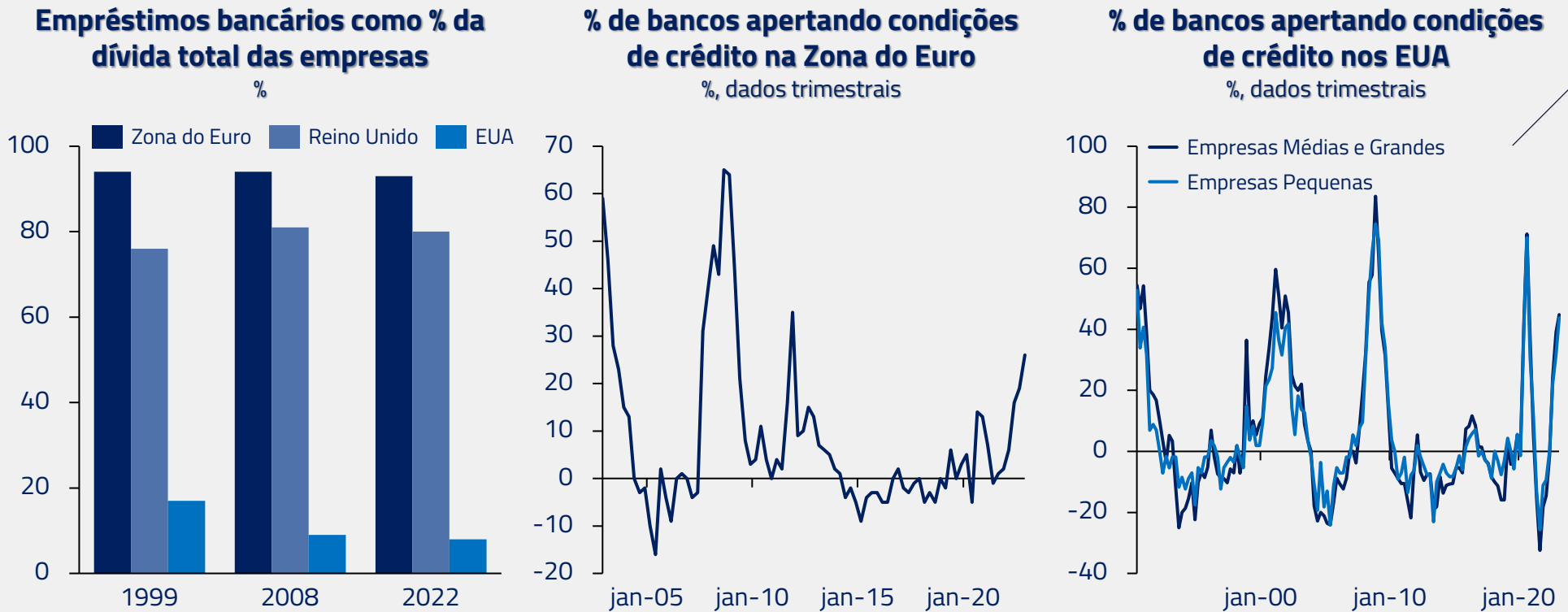
Assim como o personagem de Woody Allen tinha que voltar a confrontar a realidade contemporânea todas as manhãs, o mercado deve ter que repensar a capacidade da Europa de viver sozinha na *belle époque*.

### Duas geografias dependentes de crédito

Desde os episódios de quebra dos bancos americanos em março, a postura do FED e do ECB tem sido distinta: o FED reduziu o tom de seu discurso e até mesmo considerou pausar o ciclo de alta de juros, frisando que espera uma contração de crédito que deve aumentar a desaceleração da economia. Já o ECB tem mantido a inflação como preocupação central e, se vendo desde o início do ano num cenário de economia melhor, segue acenando para altas sequenciais.



É bem verdade que o sistema bancário americano, baseado em bancos regionais que tendem a se fragilizar a essa altura do ciclo, é diferente do seu equivalente europeu. Por outro lado, a economia europeia como um todo é muito mais dependente de crédito bancário para seu financiamento, e seus padrões de concessão de crédito estão quase tão apertados quanto os americanos.



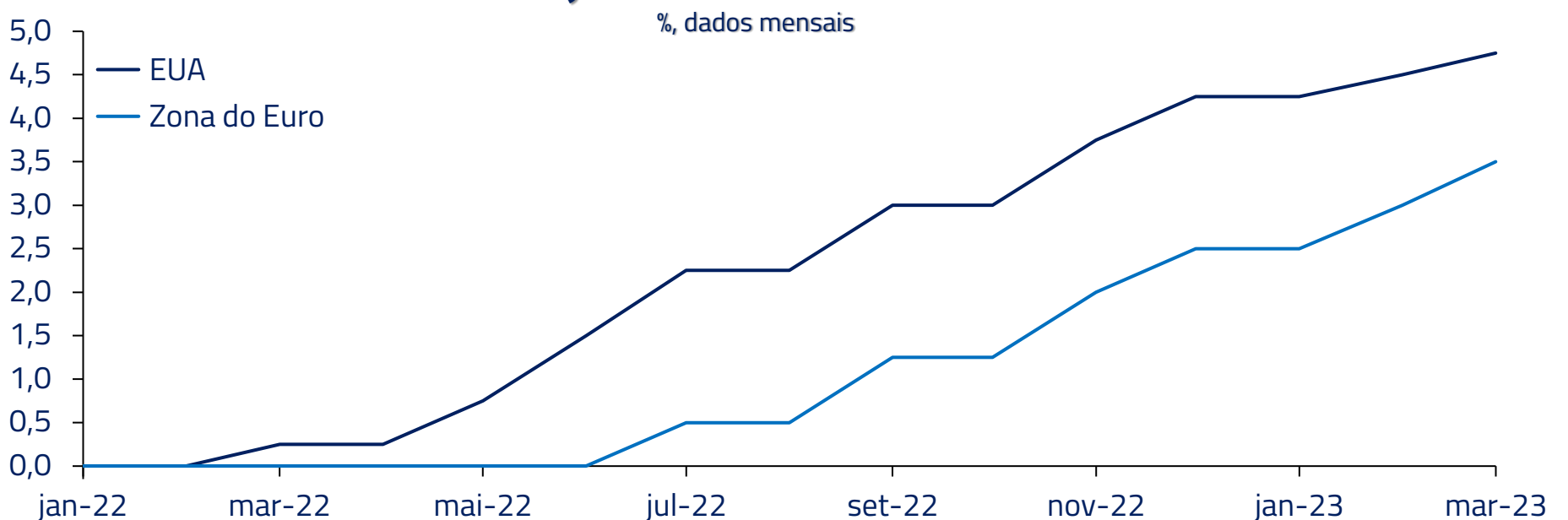
Adicionalmente, cada país da Zona do Euro ainda é muito dependente de regulação bancária específica, o que dificulta uma solução conjunta e rápida em caso de crise, como foi feito em menos de uma semana pelo FED e Tesouro Americano.

Nesse sentido, considerar a crise de crédito como um fenômeno puramente americano nos parece equivocado.

### A Europa ainda deve sentir o impacto dos juros

O ciclo de alta de juros na Europa é muito mais recente e, portanto, seu impacto negativo sobre a economia ainda está mais no início.

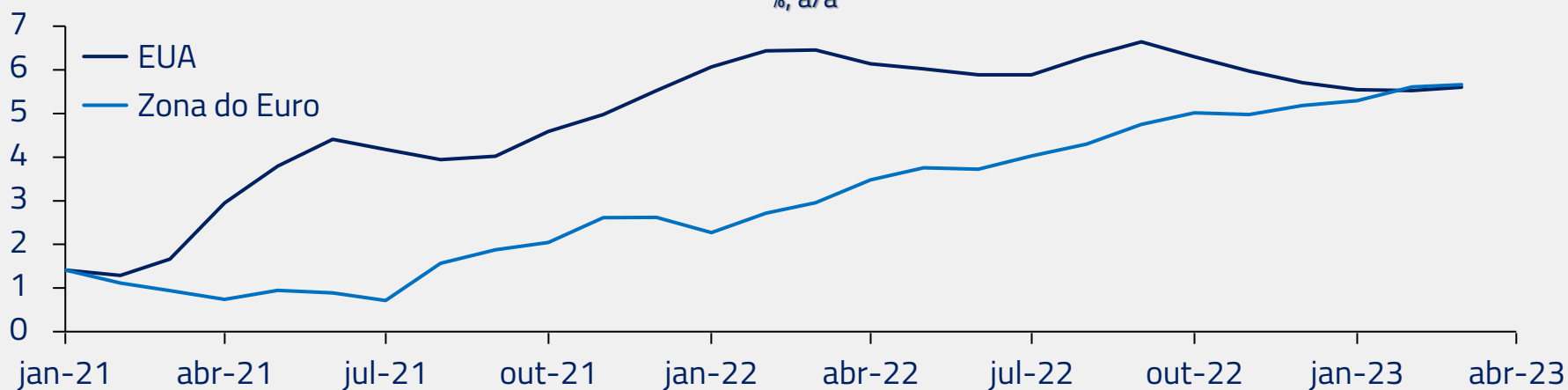
#### Altas de juros acumuladas desde 2022



O ECB se deu conta mais recentemente do seu problema inflacionário, o que deve motivar o banco a continuar tirando demanda da economia, enquanto o FED já está claramente mais avançado nesse processo e uma parte maior do impacto sobre crescimento econômico já tende a ter ficado para trás.

## Núcleo da inflação na Zona do Euro e nos EUA

%, a/a



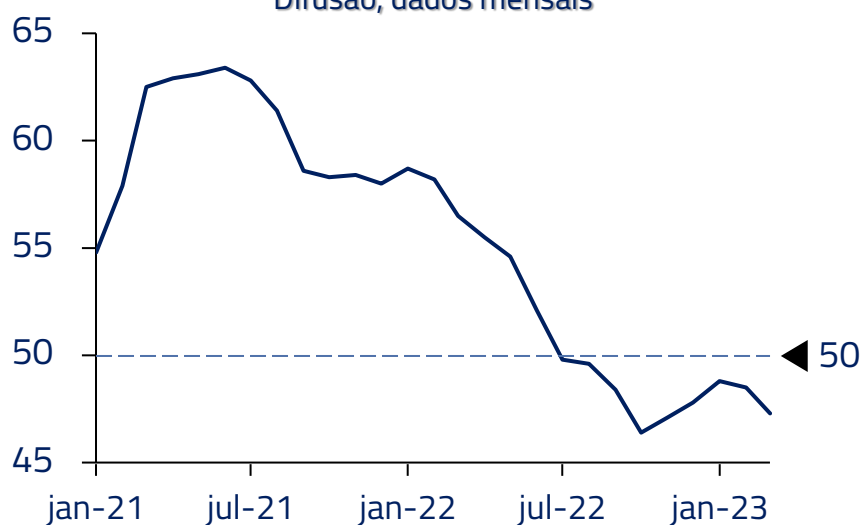
Fonte: Reuters

A posição atual da economia europeia não deve, portanto, em nossa visão, ser confundida com uma posição de força relativa. Esperamos que nos próximos meses o peso da subida de juros na Europa se faça sentir na economia.

Nos chama a atenção, por exemplo, que o *backlog* da indústria europeia demonstre sinais iniciais de fraqueza de demanda. Esse é um importante indicador de saúde econômica a ser monitorado.

### PMI da manufatura na Zona do Euro

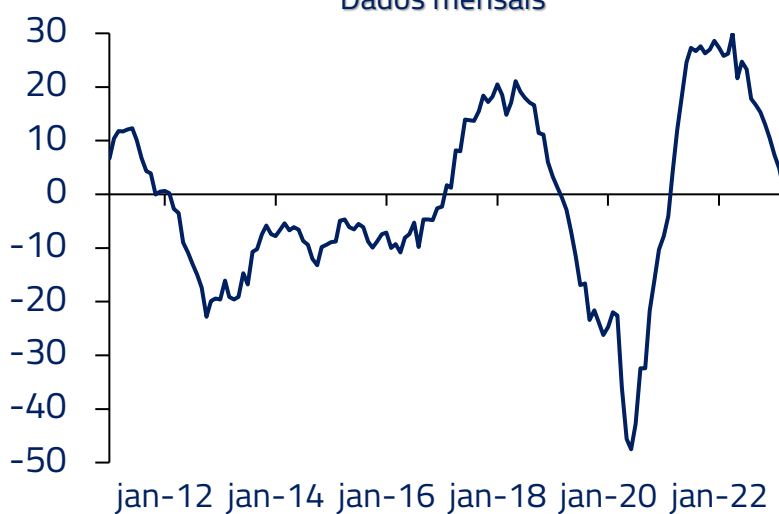
Difusão, dados mensais



Fonte: Reuters

### Ifo: encomendas da manufatura na Alemanha

Dados mensais



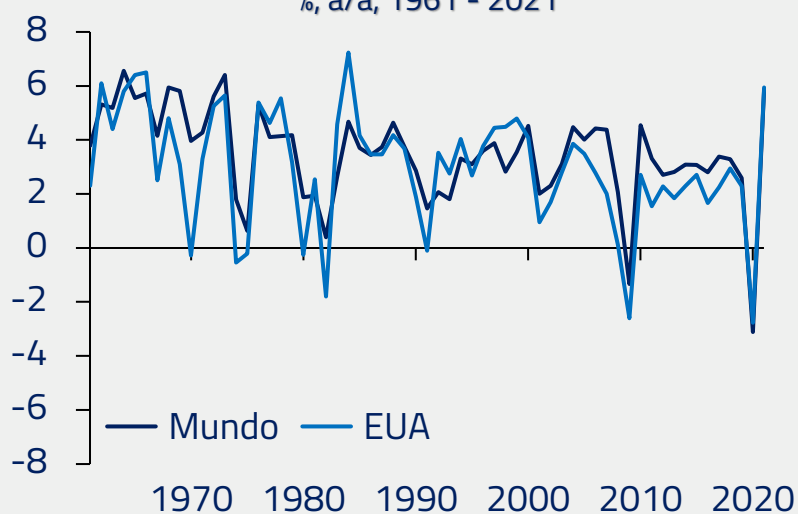
Fonte: Reuters

## Quando os EUA espirram, a Europa pega um resfriado

Finalmente, há que se levar em consideração as conexões do crescimento global: a economia americana em geral é exportadora – mas raramente importadora – de recessão. Conseqüentemente, se os EUA entrarem em contração e justificarem os cortes precificados na curva de juros, a Europa provavelmente virá junto. O inverso não é necessariamente verdadeiro.

### PIB Mundial e dos EUA

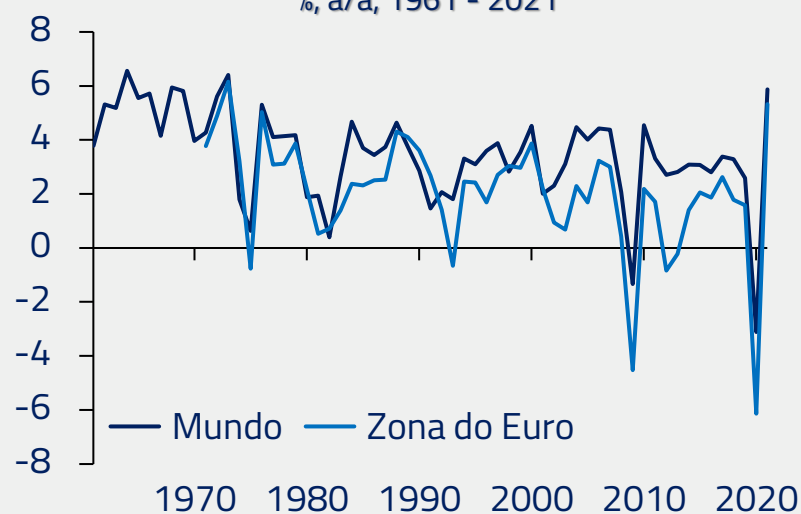
%, a/a, 1961 - 2021



Fonte: Banco Mundial

### PIB Mundial e da Zona do Euro

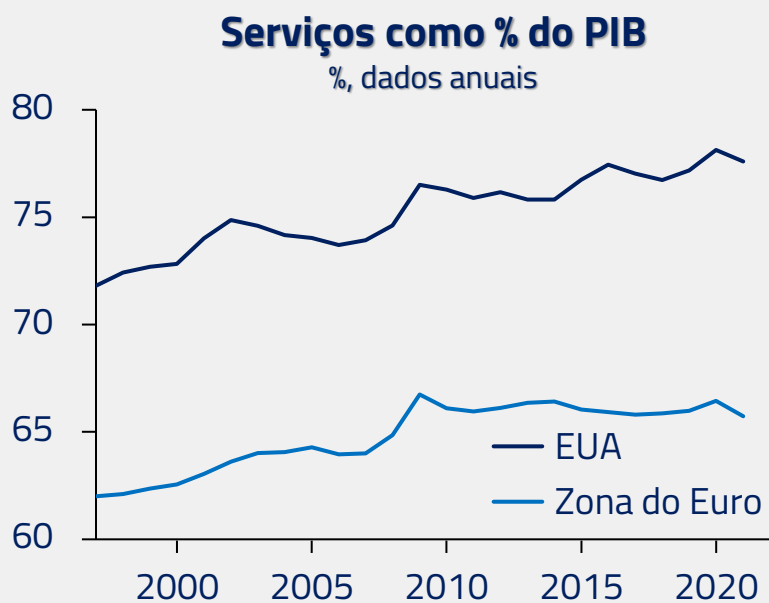
%, a/a, 1961 - 2021



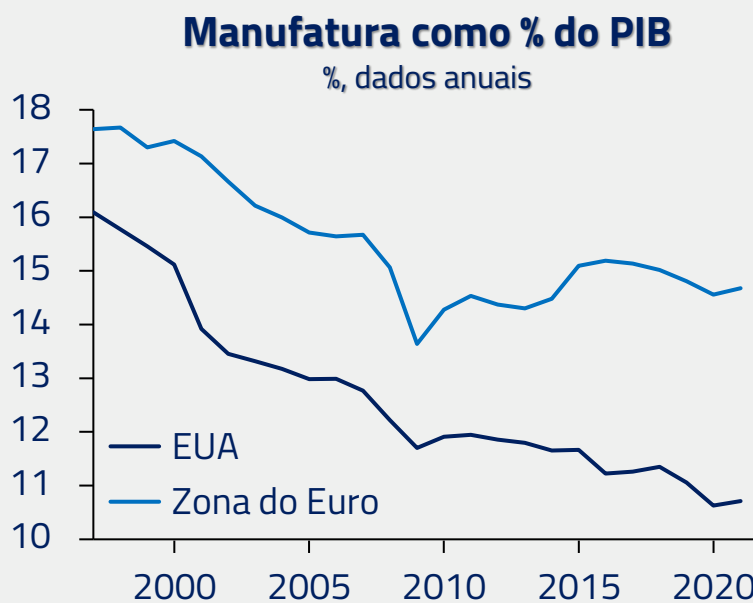
Fonte: Banco Mundial

Isso se deve essencialmente ao grau de abertura e à composição das economias: os Estados Unidos têm uma parcela maior de serviços na economia, o que torna a economia naturalmente menos cíclica – uma vez que a indústria é um setor muito mais interligado globalmente.

Além disso, a Europa é um continente muito mais baseado no comércio: enquanto os EUA têm um grau de comércio sobre PIB de 25%, a Alemanha chega a 90%, e as outras grandes economias europeias todas ficam acima de 60%.



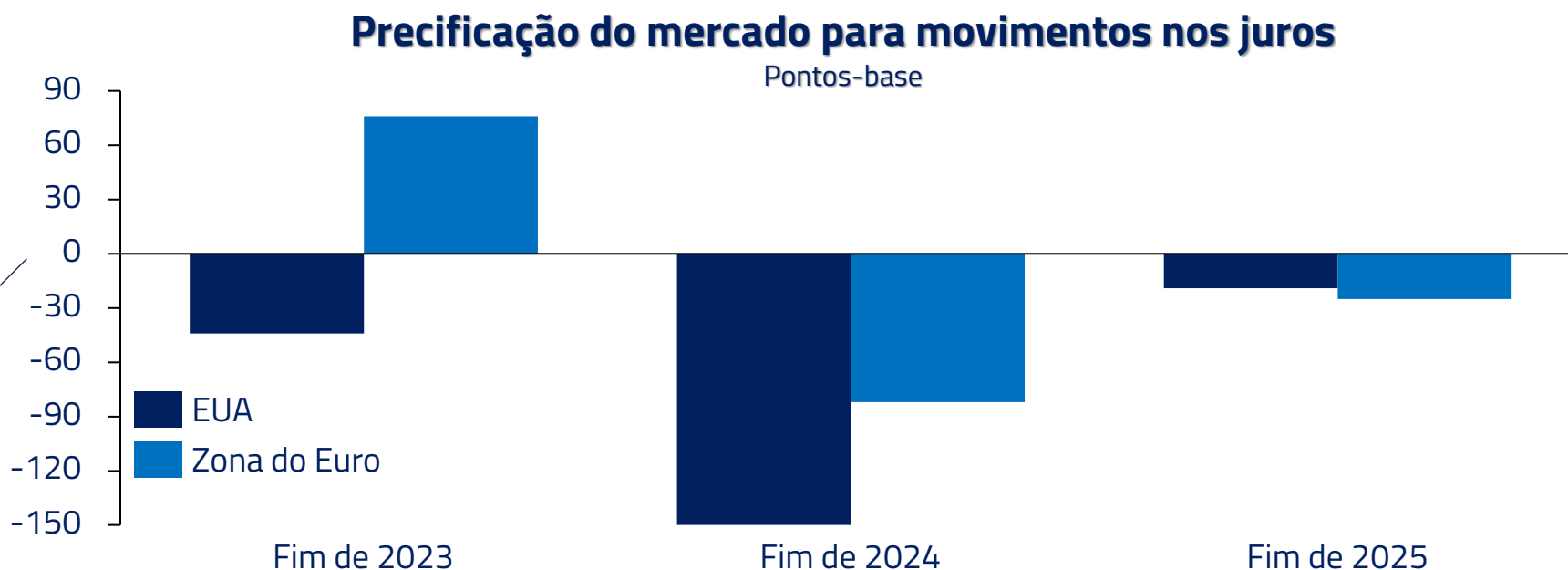
Fonte: Banco Mundial



Fonte: Banco Mundial

## Precificação distinta na curva de juros nos parece, portanto, indevida

O mercado hoje precifica uma discrepância grande entre a política monetária americana e europeia para os próximos anos: considera-se que o FED cortará quase 2 pontos percentuais de juros até o fim de 2024, enquanto o ECB ficaria parado.



Fonte: Bloomberg

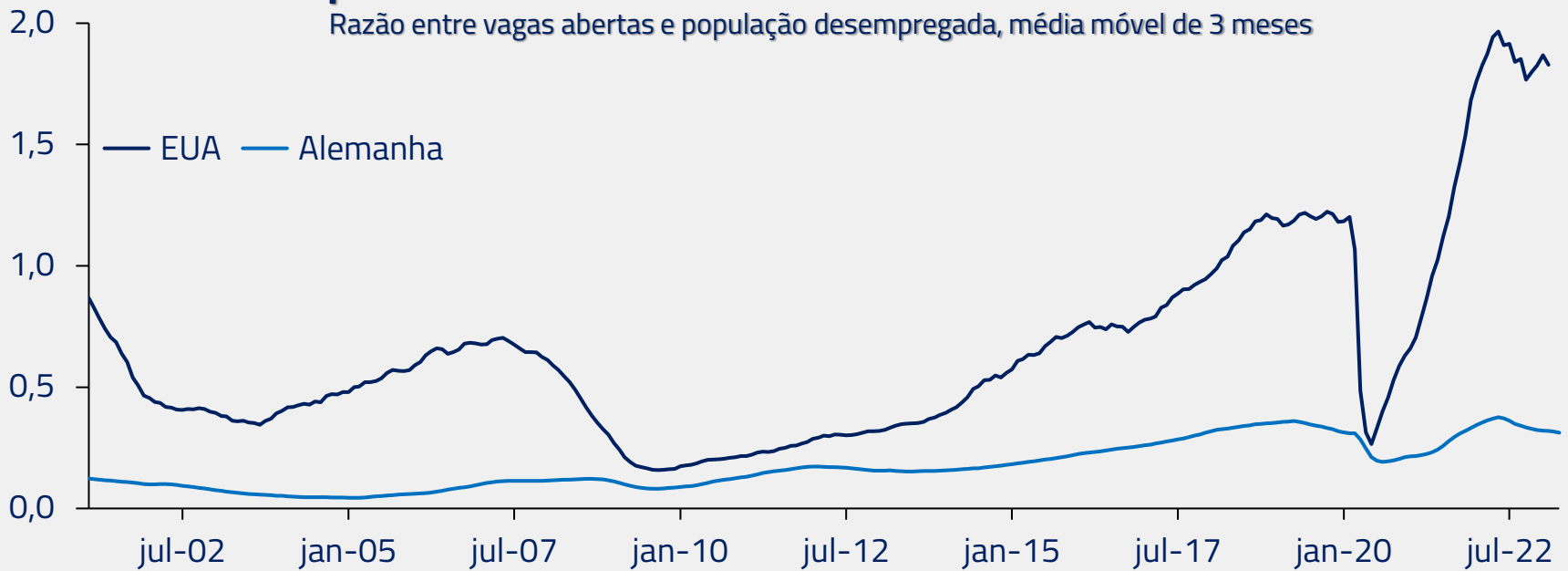
Acreditamos que isso é um equívoco. Além de todos os motivos mencionados, é necessário pontuar que, apesar da cautela do FED ter aumentado após os episódios bancários e de seu cenário base já considerar uma recessão moderada, a maioria dos seus membros votantes rechaça atualmente cortes de juros esse ano.

Isso se deve a uma inflação que, embora tendo feito pico, deve demorar a ceder de forma consistente. Na Europa um cenário de inflação semelhante também justifica o discurso duro do ECB.

Entretanto, acreditamos que o que ancora a inflação subjacente é o crescimento potencial e a força do mercado de trabalho. Neste sentido, devemos lembrar que a Europa tem mais dificuldade de entregar crescimento consistentemente e seu mercado de trabalho é estruturalmente menos aquecido que o americano.

## Aperto no mercado de trabalho dos EUA e da Alemanha

Razão entre vagas abertas e população desempregada, média móvel de 3 meses



Fonte: Reuters

Dessa forma, apostamos na compressão dessa diferença de juros entre as duas geografias, seja com uma precificação de mais cortes pelo ECB – caso o cenário econômico se revele mais desafiador – ou talvez, principalmente, com a retirada de parte dos cortes de juros existentes hoje na curva americana.

Isso não necessariamente implica vender o Euro contra o Dólar: a melhora na conta corrente com a queda dos custos de energia importada – e o fato de que a Europa depois de tantos anos tem juros bastante positivos – trazem sustentação para fluxos de capitais e não implicam uma necessária depreciação do Euro.

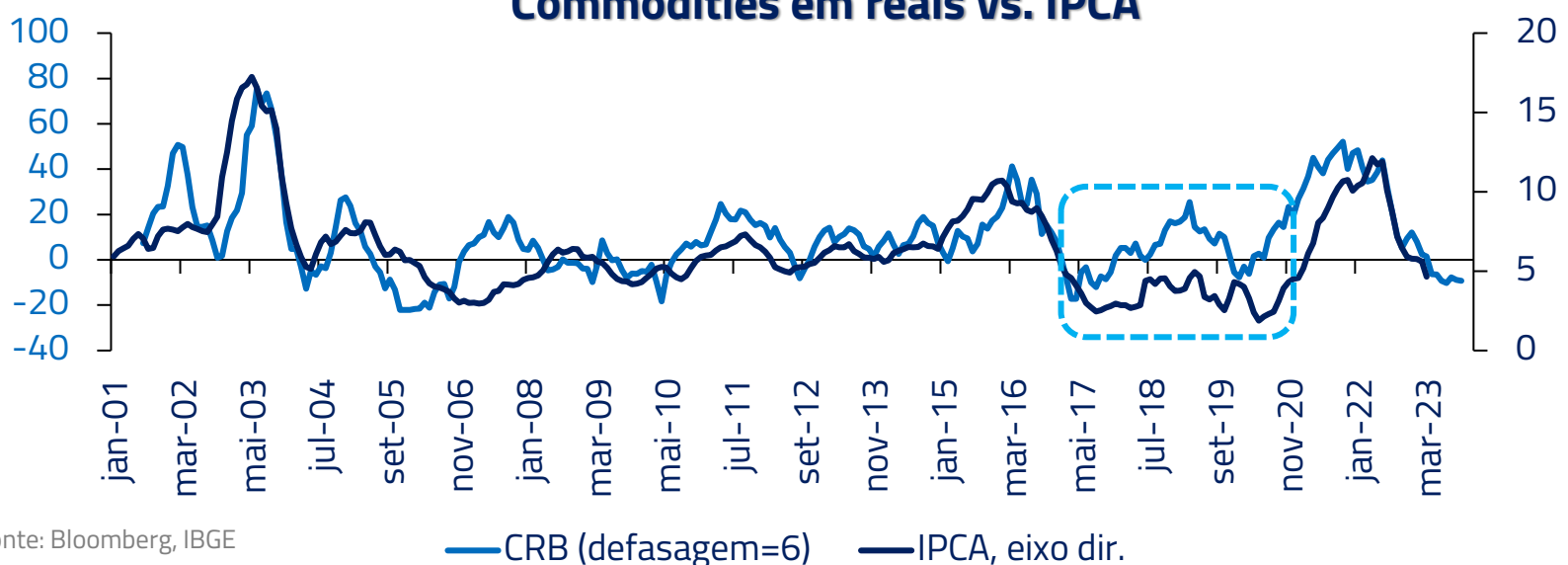
## Inflação no Brasil: sinais de acomodação à frente

Projetar a inflação de curto prazo no Brasil é um trabalho quase esotérico. Chuvas excessivas na região de Itapeva podem fazer o preço do tomate subir 20% em questão de semanas. O preço do perfume pode subir 10% após ter caído 10% no mês anterior e impactar 11 bps o IPCA daquele mês.

Mas, para o médio prazo, poucas coisas traduzem bem a dinâmica inflacionária como a combinação de três fatores: 1) *commodities* em reais, 2) nível da atividade, 3) inércia.

Podemos observar a relação ao longo do tempo entre commodities em reais adiantado em seis meses e o IPCA no gráfico abaixo. Os repasses dos choques de commodities ocorrem em maior ou menor grau, a depender da ociosidade da economia – vide 2018.

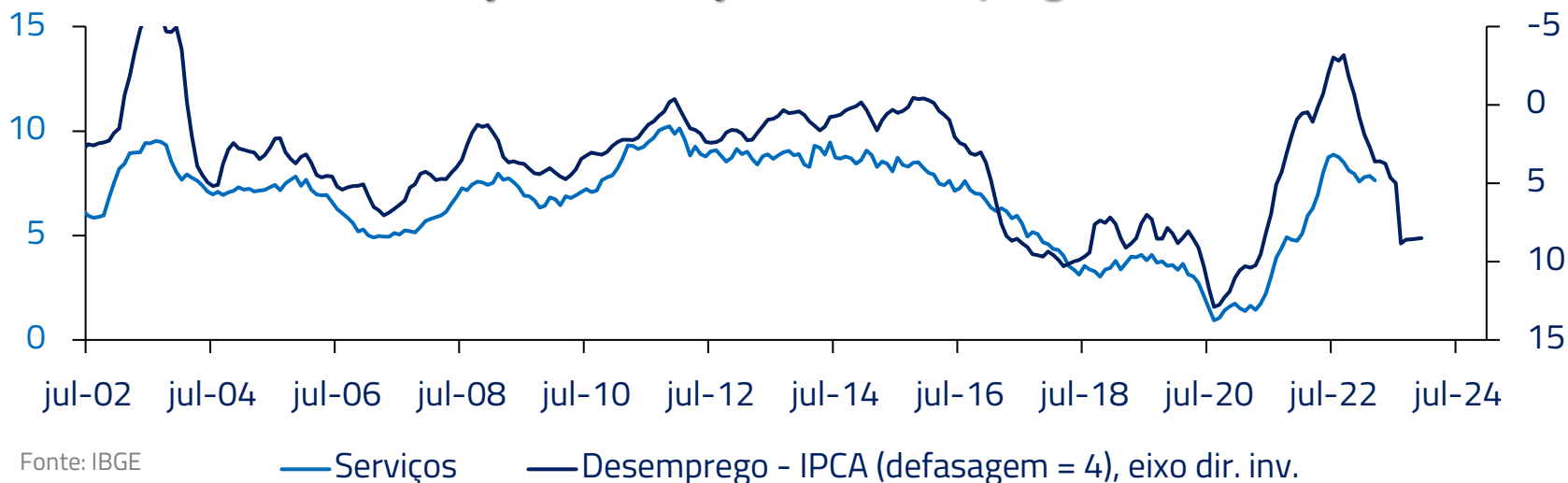
## Commodities em reais vs. IPCA



Fonte: Bloomberg, IBGE

A relação do desemprego e da inércia com a inflação corrente pode ser observada de forma mais clara na comparação com os itens ligados à serviços. Note que essa simples relação capturou as dinâmicas de desinflação de 2018 e a reaceleração pós pandemia.

### Inflação de serviços vs. desemprego e inércia

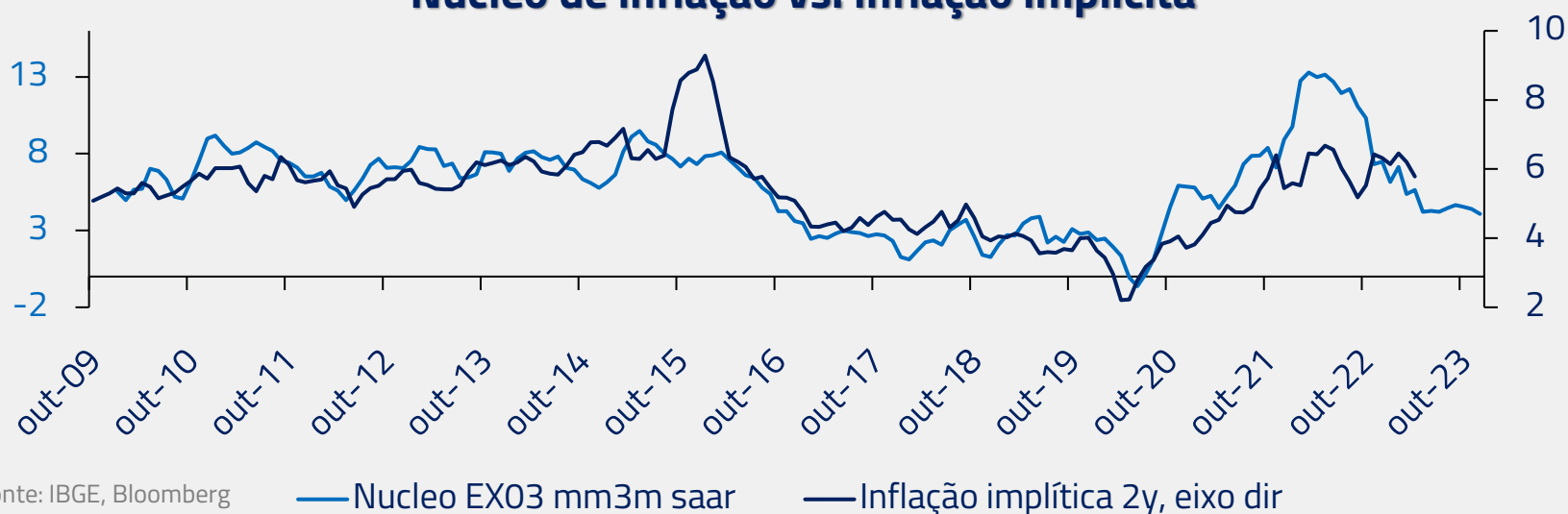


Olhando para frente, esses fatores sugerem importante desinflação. Commodities em reais já caíram cerca de 12% desde o final do ano e o crescimento da economia deve estagnar, levando a ligeiro aumento do desemprego nos trimestres à frente.

Mas isso não é o que o mercado hoje aposta. A inflação implícita está praticamente em 6% a partir de um ano até vértices mais longos, como 5 ou 10 anos. Ou seja, o mercado espera que a inflação ficará resiliente em um patamar alto por um longo período.

Não é raro, contudo, o mercado extrapolar leituras do IPCA corrente para cálculos da implícita de meses, ou até anos à frente, como podemos observar no gráfico abaixo. Acreditamos que essa é parte da resposta do porquê a implícita está tão elevada.

### Núcleo de inflação vs. inflação implícita



Outra parcela decorre do risco fiscal. Apesar de reconhecermos esse risco como relevante, vemos riscos maiores apenas na segunda metade do governo, conforme aumento da pressão sobre o presidente Lula em função do baixo crescimento econômico de 2023 e 2024.

Assim, trabalhamos com núcleos atingindo cerca de 4,5% anualizado já no segundo semestre desse ano.

Em nossa visão, portanto, o mercado embute um prêmio excessivo nos mercados de inflação implícita curta. Seguimos aplicados em juros pré-fixados intermediários e vendidos na inflação implícita curta.



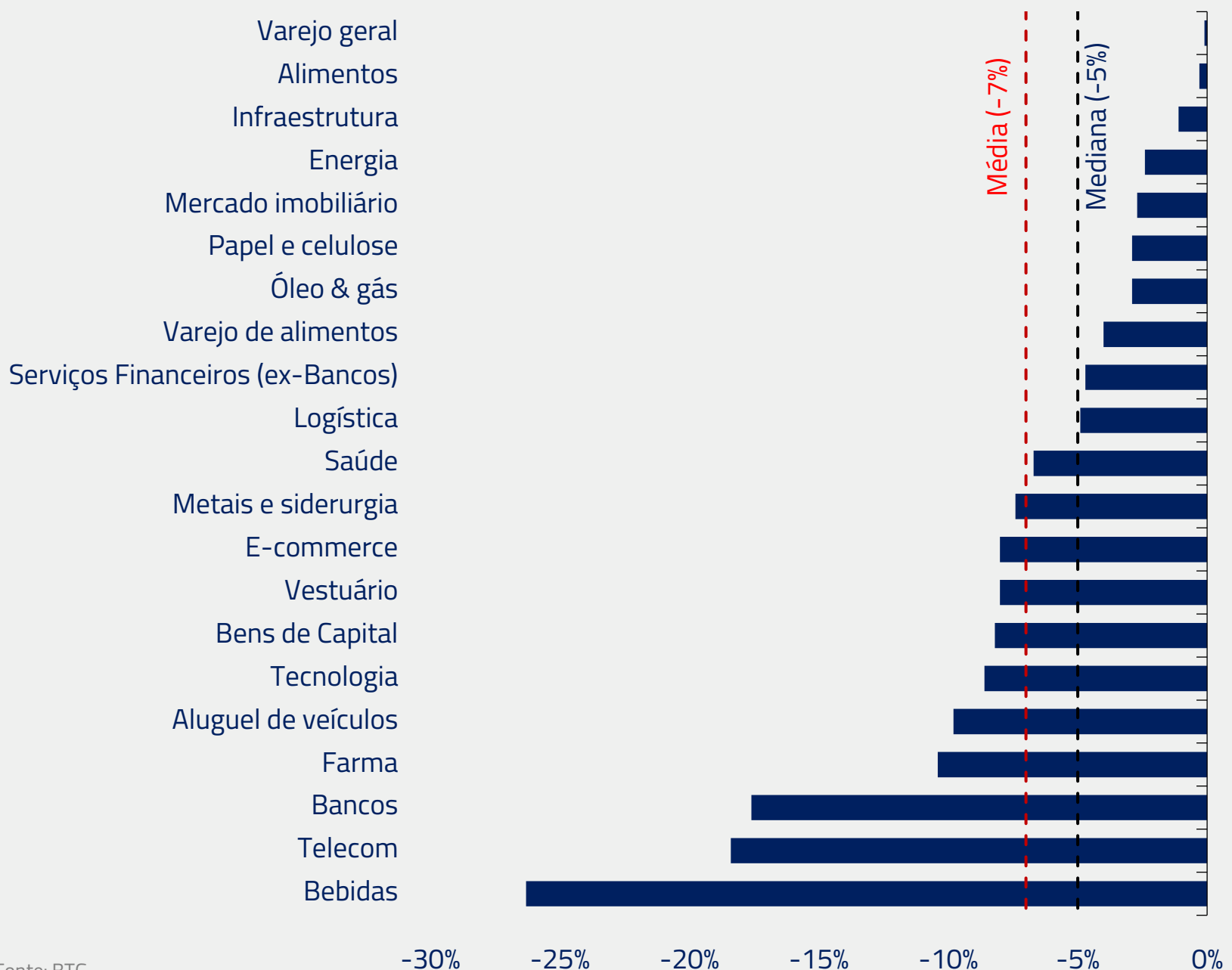
## Arcabouço fiscal e a Bolsa - quem irá pagar a conta?

Como parte do novo arcabouço fiscal, o governo anunciou o objetivo de zerar o déficit primário em 2024. Como os gastos irão continuar crescendo acima da inflação, o governo iniciou a busca por mais de R\$100 Bi de aumento de impostos para tapar o buraco. Mas quem irá pagar a conta?

Uma das principais medidas discutidas é na subvenção do ICMS para gastos de custeio. As empresas deduzem atualmente da sua base tributável os incentivos regionais e o governo estima que o fim desse benefício poderia render entre R\$ 80 a 90 bilhões para os cofres públicos. O problema? Ela poderia afetar em particular as empresas varejistas, em um momento em que o país já está em desaceleração econômica. Nas nossas estimativas, essa medida poderia levar a uma queda de quase 25% no lucro das empresas, além de trazer novos questionamentos jurídicos.

Na mesa está também o fim dos juros sobre capital próprio (JCP) sem compensação via diminuição do IRPJ. Impacto: potencial de queda de 7% no lucro do Ibovespa com efeitos particularmente grandes em bancos, além dos setores de bebidas e telecomunicações.

### Impacto no lucro estimado: fim do JCP



Fonte: BTG

Ações do governo no sentido de aumentar arrecadação são bem-vindas no espectro macrofiscal para fechar a conta do aumento planejado de despesa. Não podemos negar, contudo, que parte relevante dessa conta cairá sobre as empresas. Nesse sentido, a análise minuciosa de cada caso se torna cada vez mais relevante no processo decisório de investimento.



\*\*\*

As posições de nosso fundo seguem a mesma estrutura reportada em meses anteriores. Continuamos a observar um ciclo econômico avançado, com taxas de desemprego baixas ao redor do planeta, um núcleo de inflação global ainda resiliente e taxas de juros a níveis não observados em mais de uma década.

Mantemos, como consequência, uma visão pouco construtiva para a bolsa global, com a bolsa brasileira apresentando uma maior margem de segurança. Em moeda permanecemos vendidos em geografias como a Suécia e Nova Zelândia, que devem sentir a subida de juros global de forma desproporcional por fragilidades de suas economias.

Em commodities permanecemos comprados no petróleo, por uma visão mais restritiva da oferta, e no ouro, por necessidade de acumulação de diversos bancos centrais. Também estamos vendidos no minério de ferro por continuarmos a considerar que a reabertura da China deve ser mais focada em serviços e mobilidade.

No Brasil, conforme mencionamos, continuamos posicionados para uma maior acomodação do processo inflacionário e também, como consequência, aplicados em juros, mantendo modesta posição comprada na bolsa.

Estamos sempre à disposição de nossos clientes e parceiros

## Kinea Investimentos



Kinea

uma empresa 

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](mailto:contato@kinea.com.br).