

# Carta do Gestor

Maio 2025

Kinea  
uma empresa **itau**



## O orçamento fiscal dos Estados Unidos e a recuperação do mercado de ações

Lançado em 2004, “O Dia Depois de Amanhã” (direção de Roland Emmerich) é um *thriller* climático de grande sucesso, estrelado por Dennis Quaid e Jake Gyllenhaal. A trama retrata um climatologista (Quaid) que luta para salvar seu filho (Gyllenhaal) e alertar autoridades sobre uma mudança climática repentina e devastadora.

Emmerich apresentou um cenário de “inverno permanente”, surgindo quase da noite para o dia após o colapso das correntes oceânicas. Tal transição súbita, apesar de exagerada, serviu de alegoria sobre como negligenciar alertas pode cobrar seu preço de forma repentina.

Por que usamos esse filme como analogia para nossa carta do mês?

Se no filme a negligência quanto às mudanças climáticas leva a uma catástrofe instantânea, no mundo financeiro a indiferença frente ao desequilíbrio fiscal pode deflagrar crises de confiança.

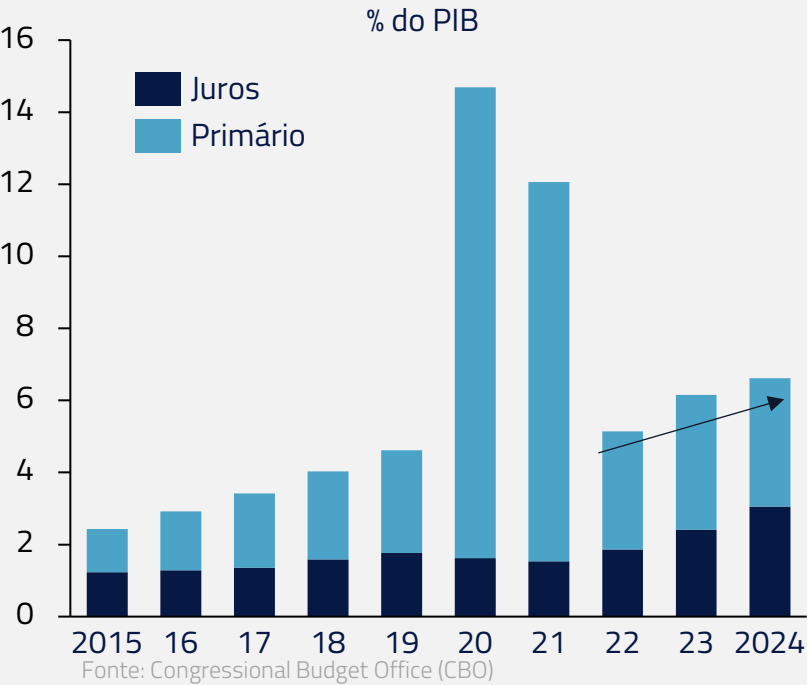
*“Por anos acreditamos que poderíamos seguir sem consequências; estávamos errados.”*

— O Dia Depois de Amanhã

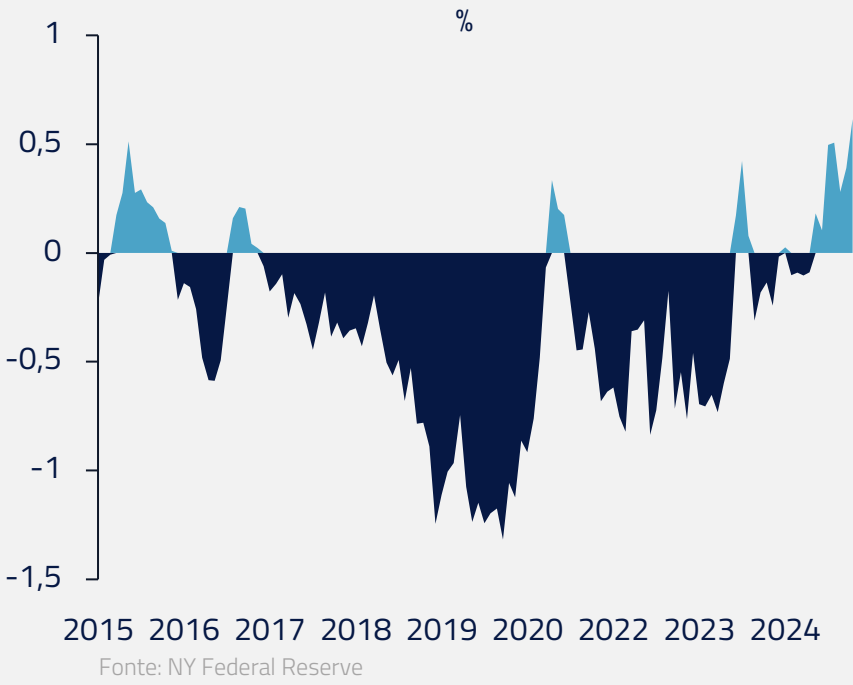


A deterioração das contas públicas dos EUA vem se acumulando ao longo de décadas – déficits crônicos – sem provocar reação proporcional dos mercados. Os investidores, como os personagens céticos do filme em relação ao clima, continuam operando sob a crença de que podem consumir recursos (fiscais) sem consequência.

Evolução do déficit americano



Prêmio a termo de 10 anos



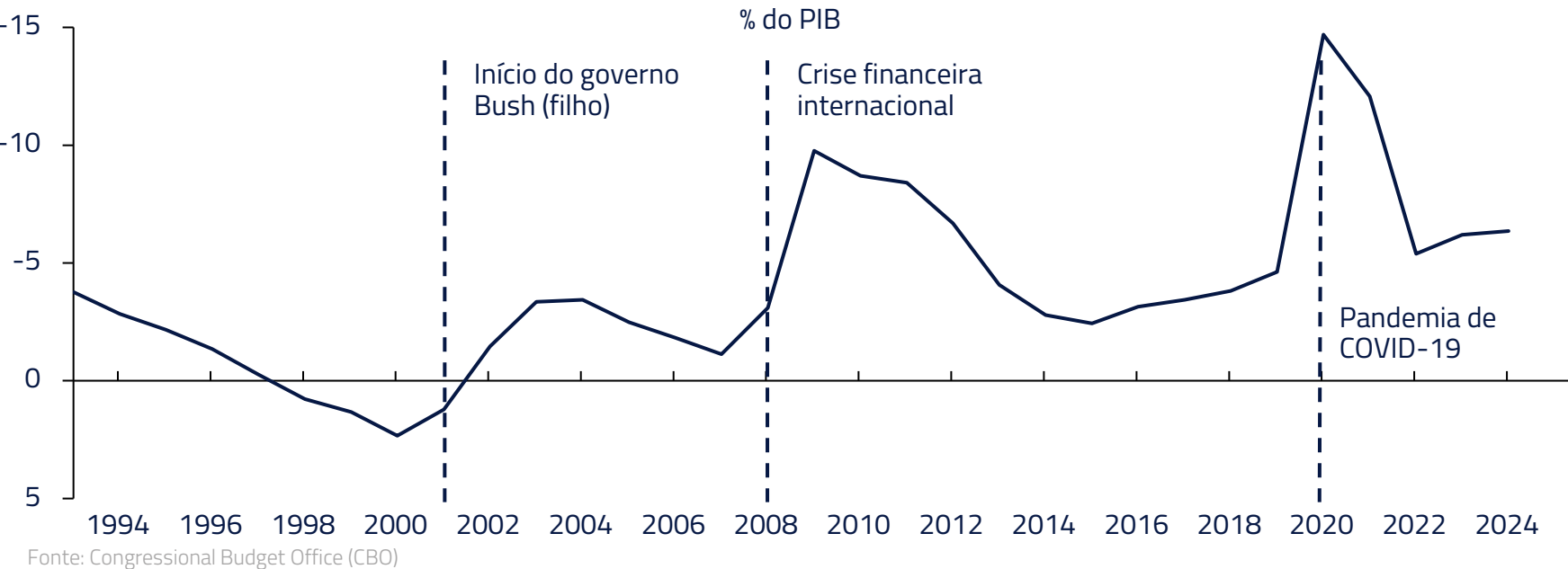
Assim como cientistas advertiam sobre o clima, economistas e órgãos independentes alertam sobre a insustentabilidade fiscal – porém, enquanto não há crise, a tentação política é adiar ajustes.

Deterioração fiscal dos EUA: de Bush a Biden

Os fundamentos fiscais americanos sofreram um desgaste persistente ao longo dos últimos governos, resultando hoje em déficits elevados mesmo em tempos de paz e pleno emprego.

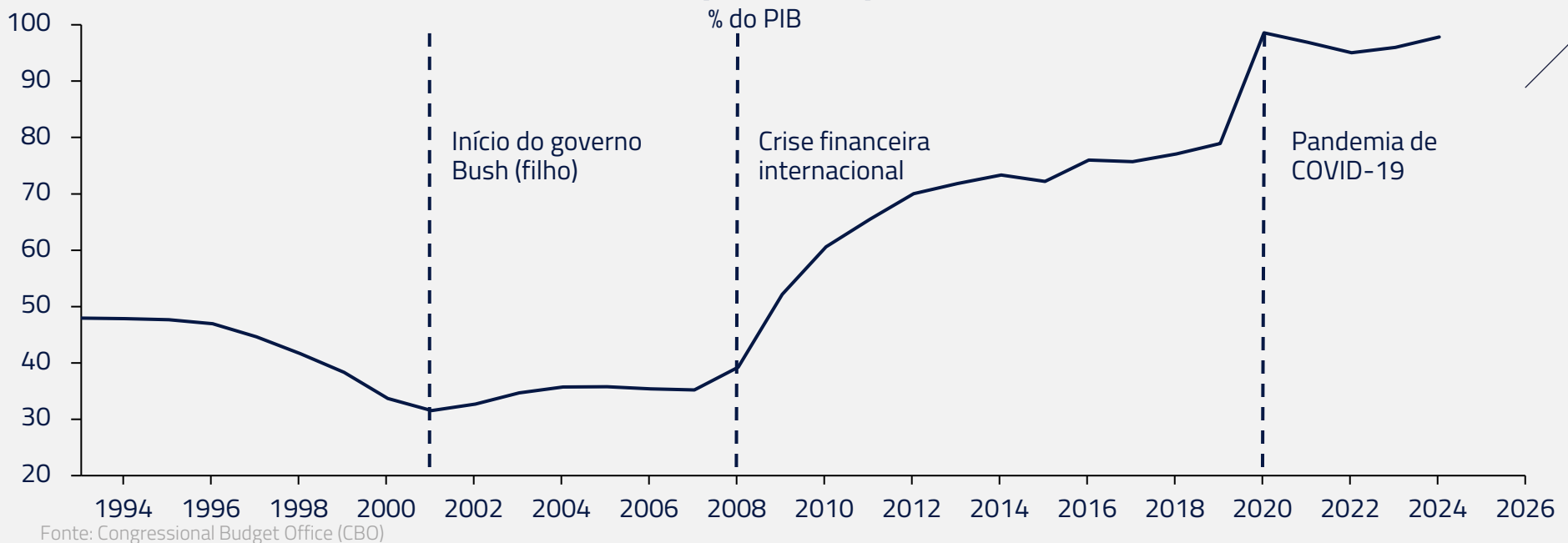
George W. Bush (2001-2009) combinou cortes de impostos (2001, 2003) com despesas bélicas (Guerras do Afeganistão e Iraque), convertendo o superávit herdado dos anos 1990 em déficits crescentes. A grande crise financeira de 2008 ampliou enormemente o rombo, fechando 2009 com um déficit recorde de quase 10% do PIB.

Déficit nominal desde o governo Clinton



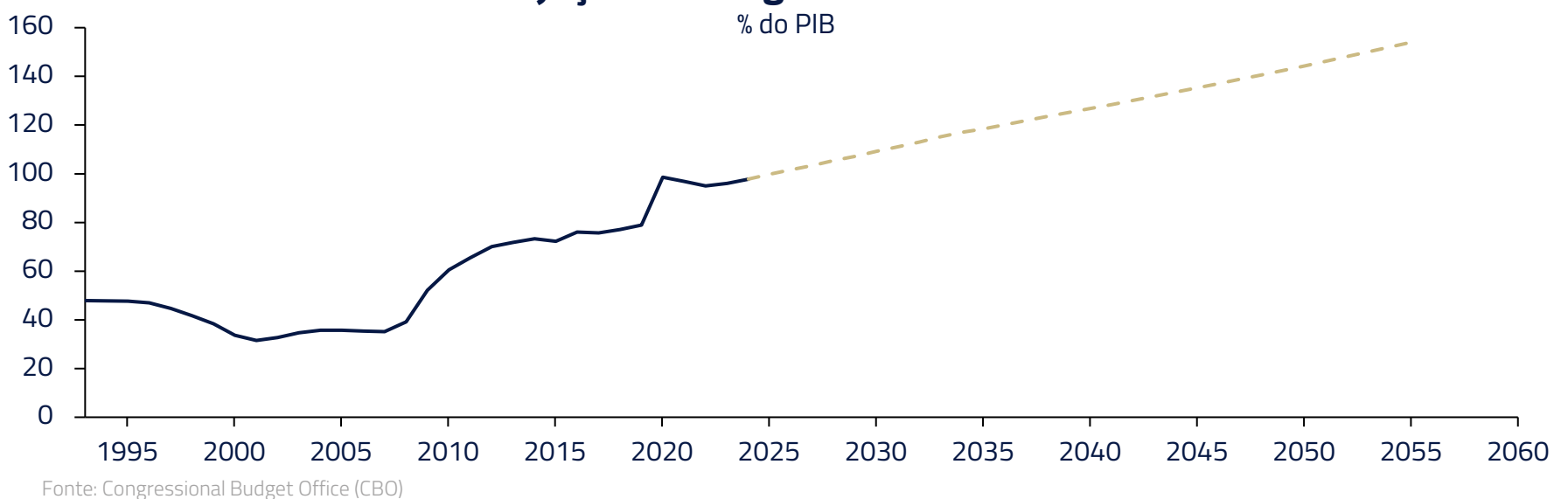
Barack Obama (2009-2017) implementou estímulos para sair da recessão e, apesar de posteriormente conter gastos e permitir ajuste parcial (o déficit caiu para 2-3% do PIB por volta de 2015), viu a dívida total disparar de 60% para perto de 80% do PIB. Donald Trump (2017-2021) assumiu com a economia aquecida, mas aprovou um grande corte tributário em 2017 e aumentou despesas de defesa e transferências, elevando o desequilíbrio mesmo antes da pandemia.

## Dívida em poder do público



Em 2020, a chegada da Covid-19 detonou pacotes de socorro fiscal sem precedentes, levando o déficit para 15% do PIB e a dívida a superar o nível da Segunda Guerra Mundial em relação ao PIB. Joe Biden (2021-2025) manteve estímulos adicionais (American Rescue Plan de US\$ 1,9 tri; investimentos em infraestrutura e energia limpa), e embora a economia tenha se recuperado, os déficits permaneceram historicamente altos – em 2022 e 2023 na faixa de 5% a 7% do PIB – algo incomum em plena fase de expansão e emprego robusto.

## Projeção de Longo Prazo da Dívida



Os déficits estruturais permanecem amplos: o CBO estima o déficit em US\$ 1,9 trilhão em 2025 (6,2% do PIB), e projeta que ele ficará em torno de 6% do PIB ao final da próxima década, muito acima da média histórica de 3,8%<sup>1</sup>. Esse avanço dos gastos obrigatórios (Previdência, Medicare) e dos juros da dívida, sem receita equivalente, configura uma trajetória insustentável a médio prazo, frequentemente ignorada no embate político imediato.

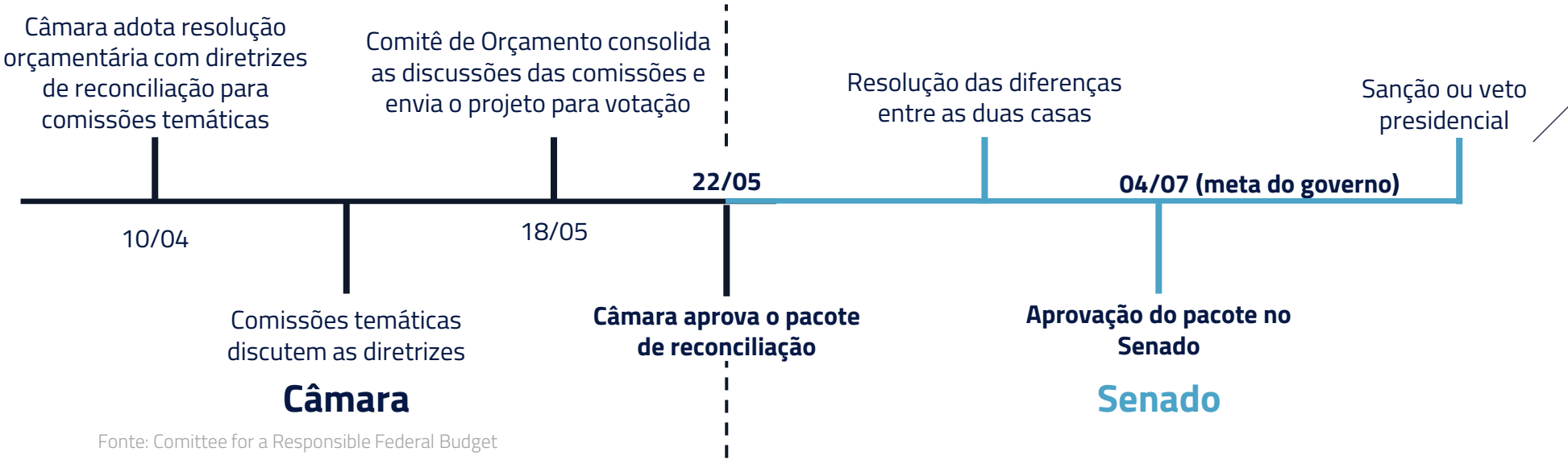
Em síntese, tal qual a calota polar do filme que rachava pouco a pouco antes de despencar no oceano, os indicadores fiscais americanos vêm se fragilizando silenciosamente.

## Reconciliação fiscal: um impasse político em Washington

No curto prazo, os holofotes se voltam para o processo de *budget reconciliation*<sup>2</sup> em curso no Capitólio.

<sup>1</sup>O CBO contabiliza receitas e despesas futuras com base na “lei corrente”, ou seja, não faz projeções condicionais ao que ainda pode ser aprovado no congresso. Como, na ausência de aprovação do pacote atual de extensão dos cortes de impostos de 2017, haveria um aumento de receitas, o resultado do CBO é artificialmente melhor do que analistas e mercado esperam.

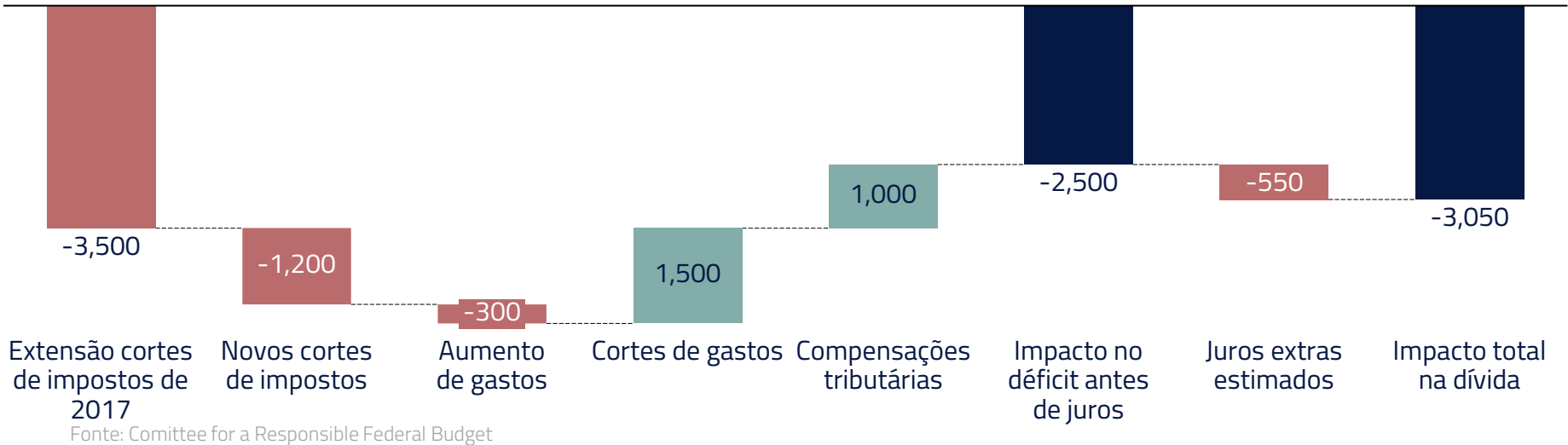
<sup>2</sup>O processo legislativo norte-americano prevê que pacotes fiscais possam passar por maioria simples no Senado, caso cumpram certos requisitos. O principal deles é que as medidas aprovadas não provoquem aumento, após um período de 10 anos, no déficit público.



Com a posse de um novo governo e maioria Republicana no Congresso em 2025, a pauta fiscal ganhou urgência. O pacote atualmente em tramitação<sup>3</sup> prevê cortes de gastos da ordem de US\$1,5 trilhão em 10 anos, para viabilizar a extensão dos cortes de impostos de 2017 (programados para expirar no final do ano) e novas desonerações tributárias propostas pelo presidente Donald Trump. A soma desses últimos supera a marca de US\$3 trilhões em 10 anos.

### Impacto aproximado das propostas da Câmara no déficit americano (*current law*)

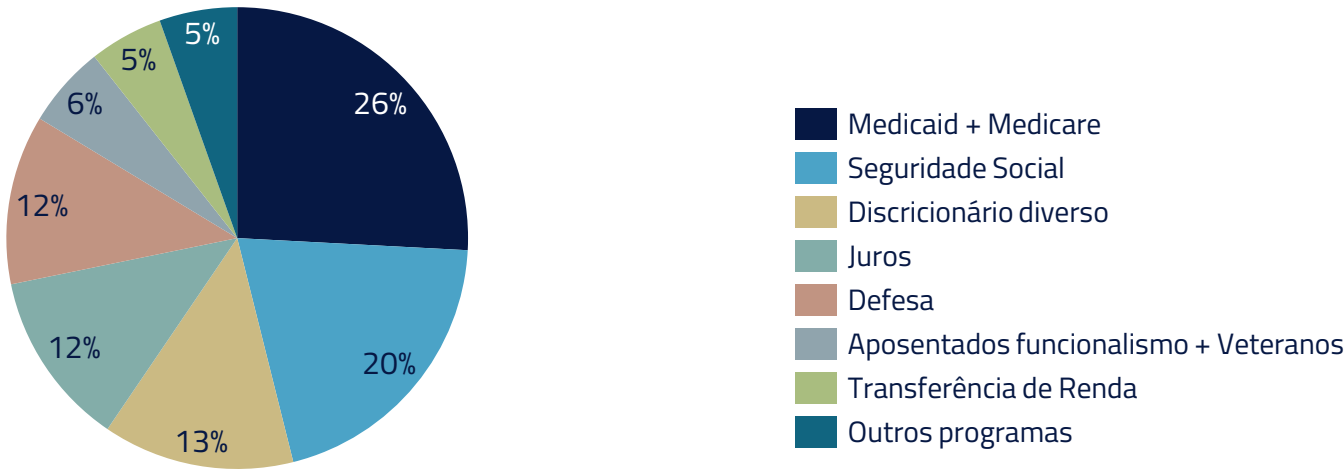
Bilhões de dólares



Todavia, apesar de ter maioria, a coalizão governista não é uniforme. Durante o processo de aprovação na *House* – e certamente agora na discussão que se inicia no Senado – parlamentares de distritos competitivos têm resistido em retirar benefícios sociais; já a ala conservadora insiste em cortes profundos e vê a reformulação de programas como o *Medicaid* (seguro de saúde para cidadãos de baixa renda) como uma via necessária para economizar bilhões.

### Composição das despesas no orçamento realizado de 2024

Trilhões de dólares



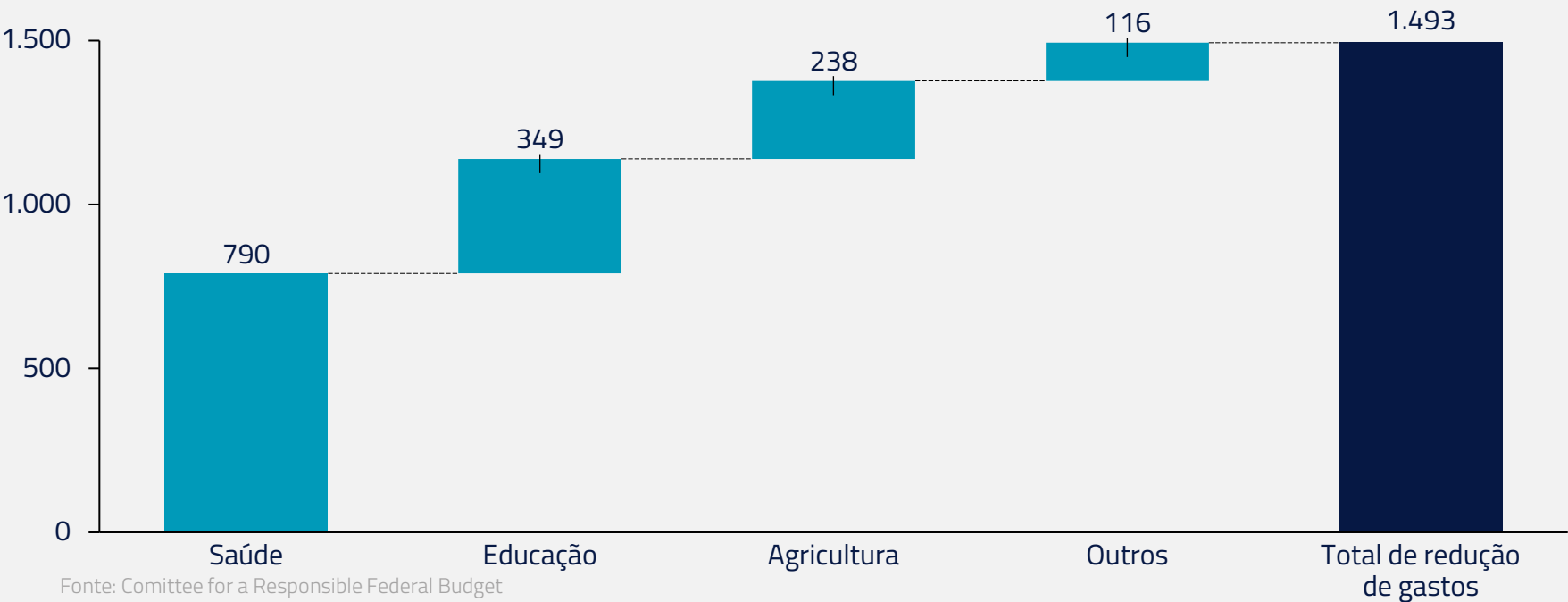
Fonte: Congressional Budget Office (CBO)

<sup>3</sup>A Câmara dos Deputados (House of Representatives) aprovou no fim de maio sua versão da legislação, que agora segue para ser discutida no Senado. Ambas as casas precisam acordar numa versão final antes da assinatura do presidente.

A matemática orçamentária é inexorável: para compensar as reduções de receita pretendidas (prorrogação de alívios tributários e novos cortes, como isenção de impostos sobre gorjetas, horas extras e benefícios previdenciários) é preciso reduzir drasticamente despesas em uma década. Entretanto, identificar US\$ 1,5 trilhão em cortes não é tarefa trivial. Dos cortes de gastos mapeados nas comissões e aprovadas em plenário na *House*, metade se concentraria em saúde.

Principais cortes de gastos propostos no orçamento

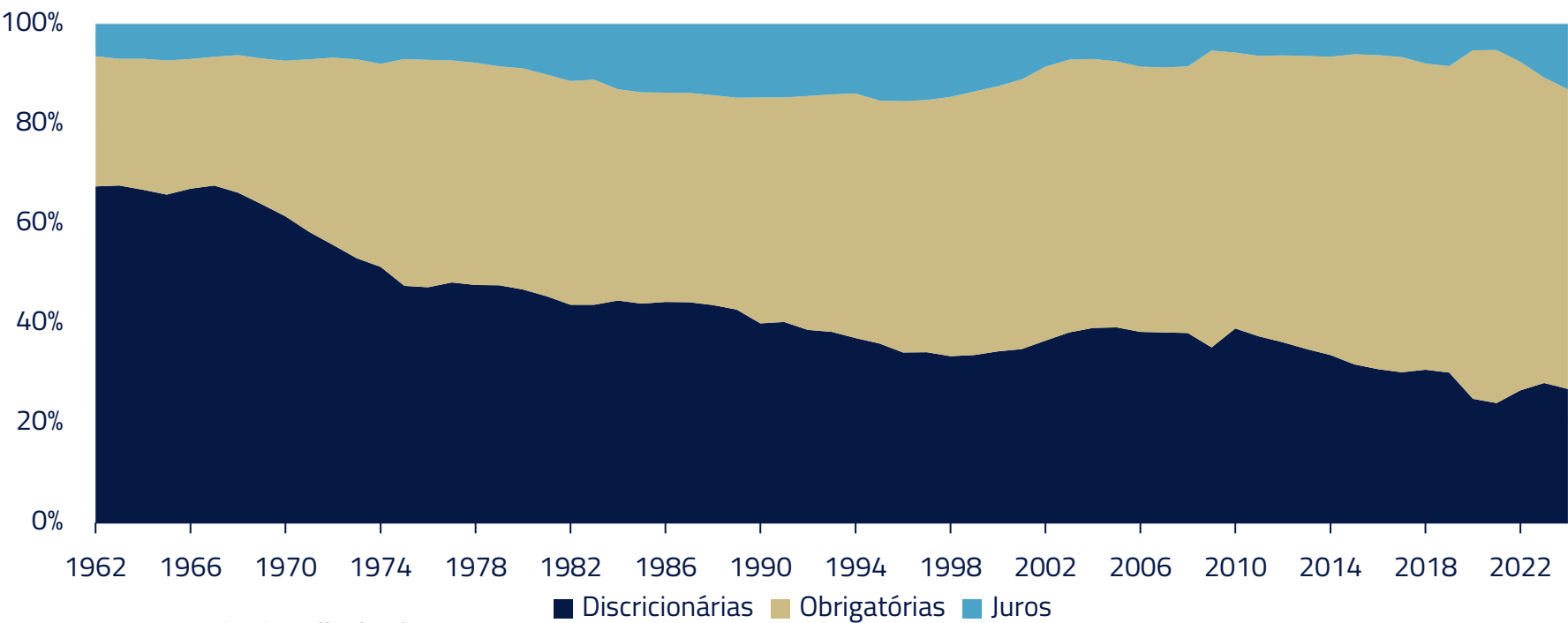
Bilhões de dólares



Após anos de expansão, grande parte do orçamento está comprometida com direitos adquiridos (Previdência Social, *Medicare*) e defesa. Sobra pouco espaço em despesas discricionárias para atingir tal valor sem tocar em programas populares.

Evolução da composição das despesas

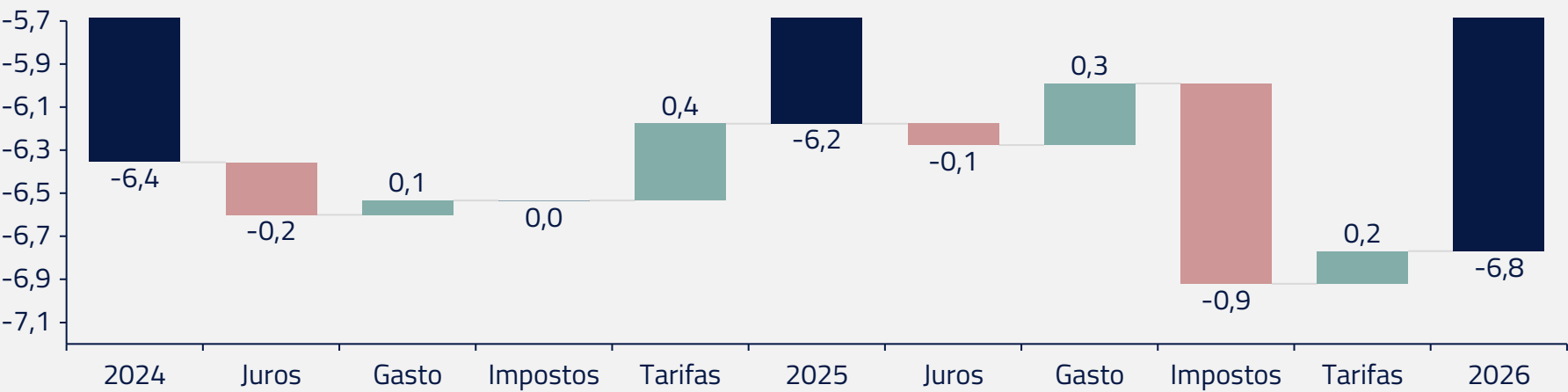
%



As negociações tornaram-se um complexo jogo de xadrez: embora já pré-aprovada na Câmara, a tendência é que a proposta possa ser diluída pelos senadores. Nesse processo, a pressão dos analistas e do mercado pode tornar o ponto de partida do pacote caro demais – e fazer com que a própria Câmara tenha mais votos contrários na versão final da lei. Na ponta oposta, os cortes sociais profundos que satisfizeram os mais conservadores da *House* correm o risco de serem bloqueados no Senado ou na “caneta do presidente”.

De qualquer modo, ainda que a versão final esteja em aberto, o mais provável é que haja um aumento do déficit em 2026, mesmo que as receitas de tarifas compensem parte da arrecadação perdida pelos cortes de impostos. Nesse sentido, o mercado vai seguir sensível a um resultado orçamentário que não tem muita perspectiva de melhorar, num contexto de juros mais elevados que tornam mais cara a conta de juros.

Déficit nominal, EUA (esperado)  
% do PIB



Fonte: Elaboração própria

Juros em alta: o retorno do *term premium* e um alerta emergente

Um dos sinais de que os mercados começam a despertar para riscos de longo prazo é o comportamento das taxas de juros de longo prazo nos EUA.

Evolução das taxas de juros de longo prazo  
%



Fonte: Bloomberg

Os juros de 30 anos oscilaram em patamares próximos aos mais altos em quase 15 anos – atingindo cerca de 5%, nível não visto desde antes da crise de 2008. Esse movimento reflete, em parte, a expectativa de que o Federal Reserve manterá sua taxa básica mais elevada por mais tempo, devido à inflação resistente e ao crescimento econômico moderado. Porém, há um componente adicional ganhando destaque: o prêmio de prazo (*term premium*) nos títulos de longo prazo.

Prêmio a termo de 10 anos  
%

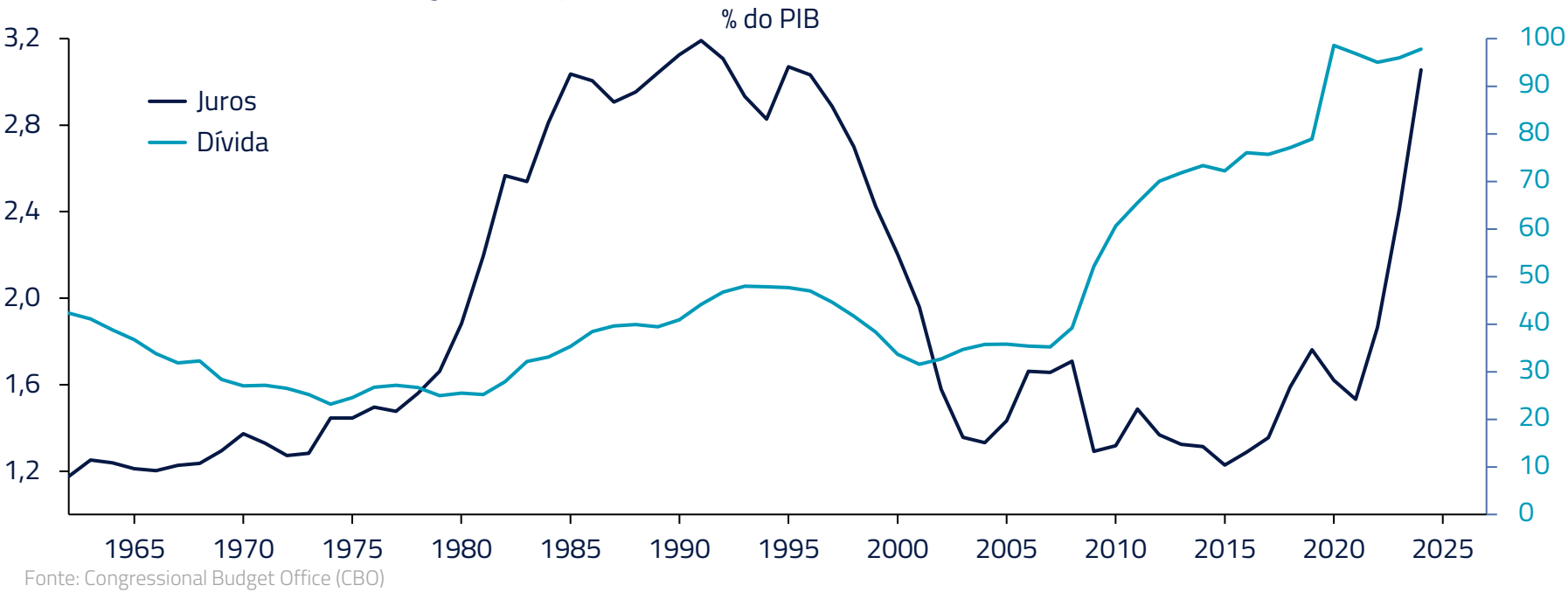


Fonte: NY Federal Reserve

Após praticamente uma década em território negativo – quando investidores aceitavam juros baixos nos longos por confiarem na estabilidade – esse prêmio voltou a subir para terreno positivo. Em outras palavras, os detentores de títulos passaram a exigir remuneração extra para compensar incertezas futuras, como inflação de longo prazo e solvência fiscal.

Para o Tesouro americano, que precisa rolar trilhões em dívida, *yields* elevados significam contas de juros mais salgadas adiante, num ciclo potencialmente vicioso. Aqui, cabe um paralelo com o Brasil: economias emergentes como a brasileira há muito convivem com prêmios de risco altos embutidos nos juros, justamente por histórico de dívida e inflação.

Evolução do gasto com juros vs estoque da dívida



No Brasil, qualquer sinal de afrouxamento fiscal rapidamente se traduz em inclinação da curva de juros– investidores exigem taxas mais altas nos vencimentos longos para se proteger de eventuais derrapagens nas contas públicas. De forma análoga e curiosa, até os CDS (*credit default swaps*), que costumam refletir risco fiscal de países emergentes, começaram a aumentar nos EUA esse ano.

Credit default swap do Brasil

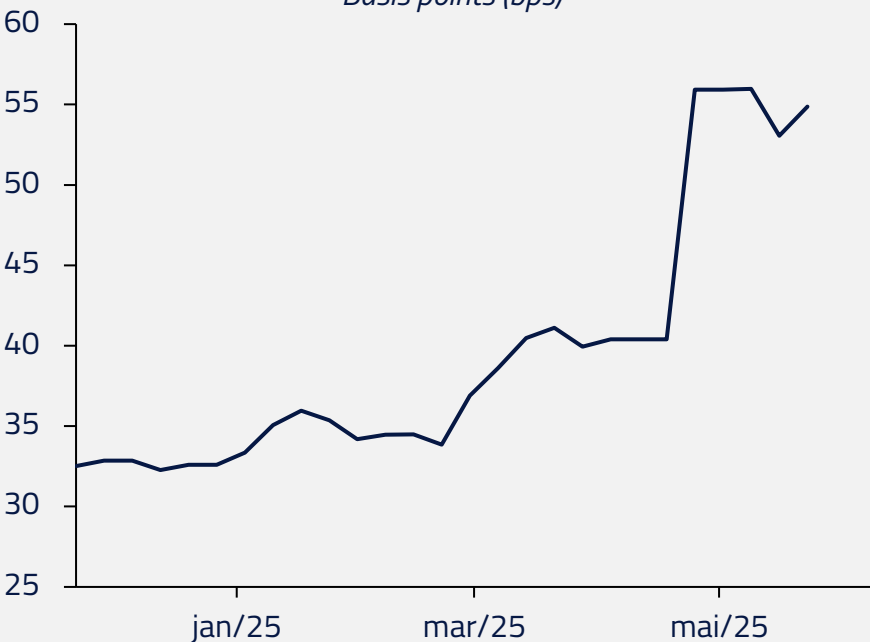
Basis points (bps)



Fonte: Bloomberg

Credit default swap dos Estados Unidos

Basis points (bps)

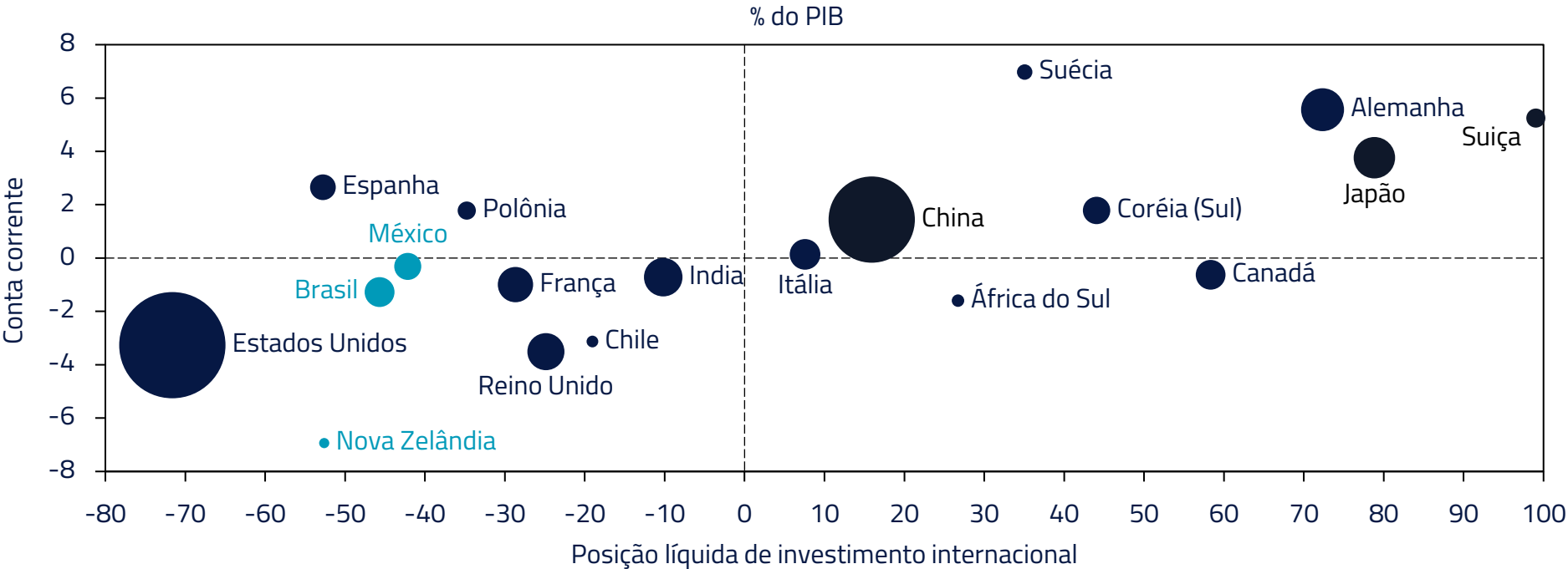


Fonte: Bloomberg

Nos EUA, tradicional porto-seguro, esse tipo de dinâmica raramente ocorre – o dólar e o Tesouro Americano sempre desfrutaram do “privilégio exorbitante” da confiança global. Mas a recente elevação do *term premium* sugere que os investidores estão, pela primeira vez em muito tempo, cobrando um seguro contra riscos de longo prazo nos EUA.

No momento temos preferência por trabalharmos tomados na curva de juros norte-americana, isso é, um posicionamento que se beneficie de juros mais altos ao longo da curva. Acreditamos que esse desenvolvimento é chave para os mercados no curto prazo: se houver um rompimento para cima grande na *Treasury*, a tendência é que todos os mercados de juros sejam impactados.

Posição Líquida de Investimento Internacional v.s. Conta Corrente



Fonte: Fundo Monetário Internacional

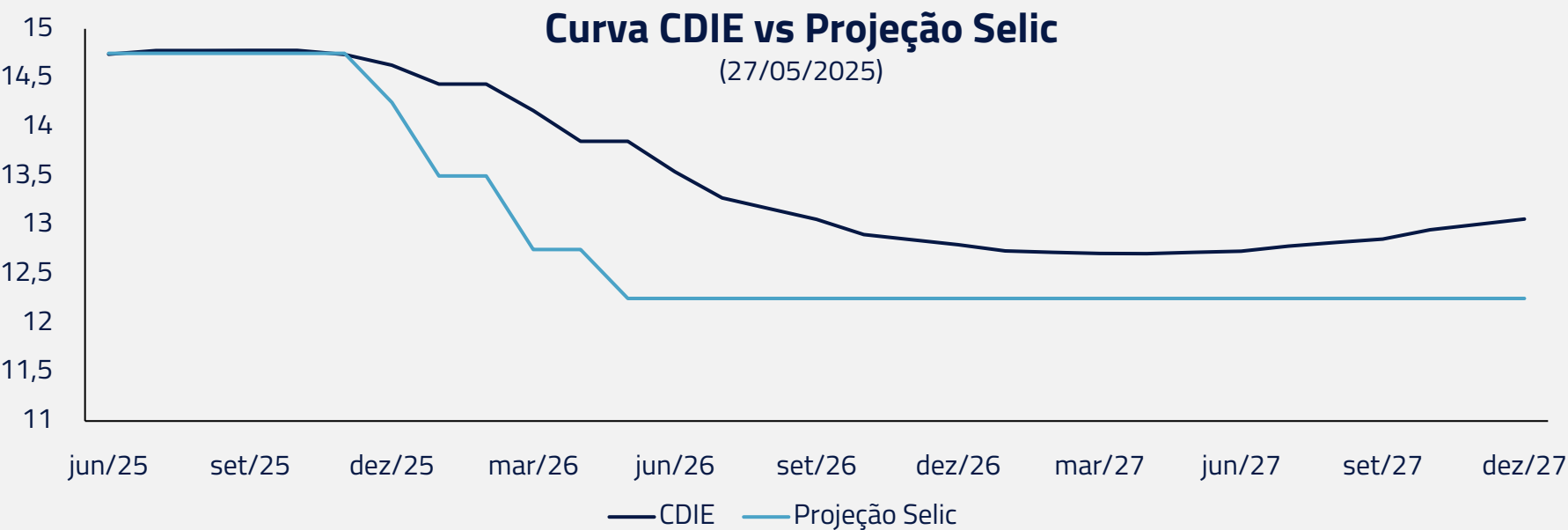
Nesse sentido, um mundo onde o capital fica mais escasso e há dúvida sobre a solvência do governo americano, é um mundo onde quem depende de financiamento externo vai ter mais dificuldades. Estamos favorecendo a venda de moedas que têm passivo externo líquido (como o México) e comprando moedas que são credoras globais, como o Euro.

Brasil: alívio monetário, tensão política

Enquanto nos EUA emergem preocupações inéditas, o Brasil vive um momento de transição na política monetária e um cenário político efervescente. Após um ciclo agressivo de alta de juros, o Banco Central brasileiro parece estar chegando ao final do aperto. E, com o fim do ciclo de altas, o mercado passou a precificar a possibilidade de um novo ciclo de cortes graduais se iniciar no final desse ano ou no início de 2026.

Curva CDIE vs Projeção Selic

(27/05/2025)

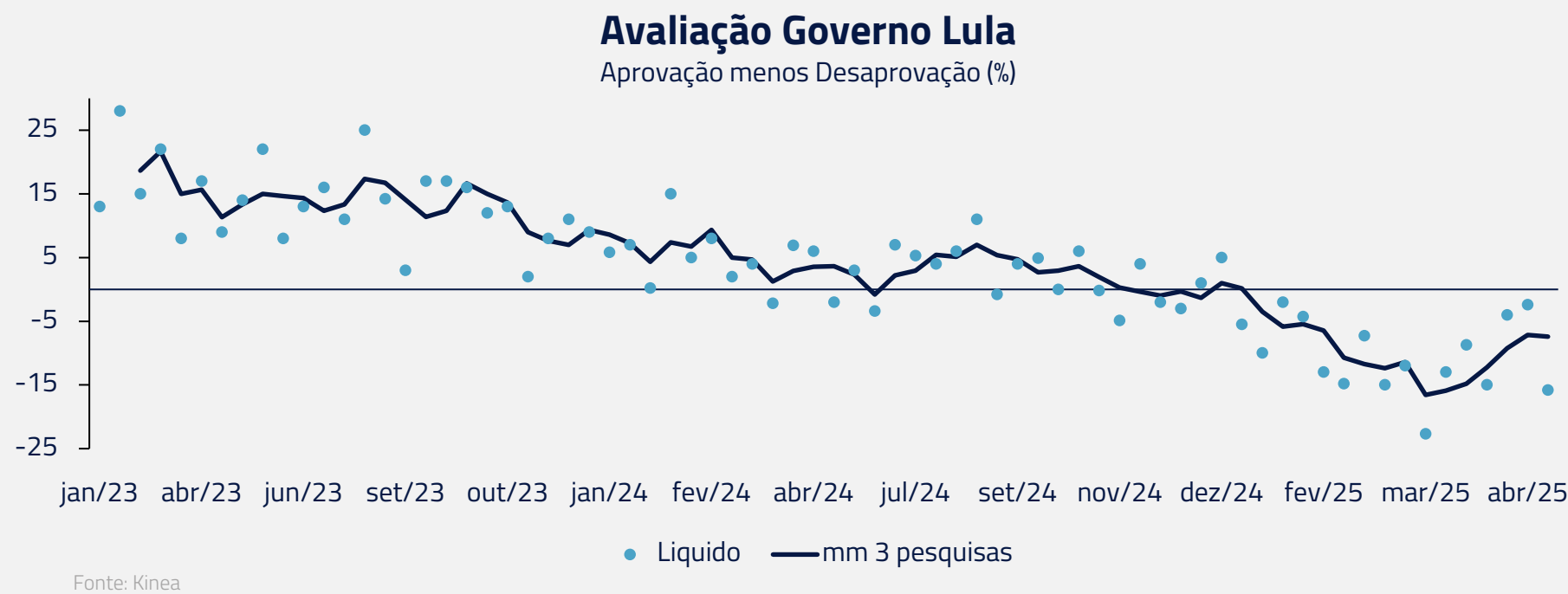


Fonte: Bloomberg

Observou-se algum alívio generalizado nas taxas: o contrato de DI para janeiro de 2027 se encontra em torno de 14% ao ano, abaixo dos picos perto de 15% vistos meses antes, apontando expectativa de juros básicos menores adiante.



No front político, entretanto, o governo de Luiz Inácio Lula da Silva enfrentou desafios que oscilaram o humor popular. Após a popularidade de Lula mostrar sinais incipientes de recuperação, um escândalo emergiu para frear essa tendência: revelações de desvios de recursos no INSS (previdência social) abalaram a confiança na administração.



Diante desse quadro, o governo reagiu recorrendo ao seu tradicional arsenal de políticas sociais. Em maio, articulou-se no Palácio do Planalto o lançamento de um pacote de alívio no custo de vida para as camadas mais pobres, incluindo a expansão do auxílio-gás e até medidas de subsídio à conta de luz.

### Medidas para Popularidade

| Data do Anúncio | Medida                                                                                                   |
|-----------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| jan/25          | Nomeação de Sidônio Palmeira como ministro-chefe da Secom                                                |
|                 | Ampliação do programa <b>Minha Casa, Minha Vida</b>                                                      |
| fev/25          | Ampliação dos programas <b>Pé-de-Meia</b> e <b>Farmácia Popular</b>                                      |
| mar/25          | Isenção de impostos para a importação de alimentos                                                       |
|                 | Pedido para que os governadores zerem o ICMS da cesta básica                                             |
|                 | Início do <b>crédito consignado</b> para trabalhadores do setor privado                                  |
|                 | Anúncio formal do aumento da faixa de <b>isenção do IR</b> para R\$ 5.000                                |
| abr – mai/25    | Discussão de programa “Mais Especialidades” voltado para saúde, crédito para reforma e para entregadores |

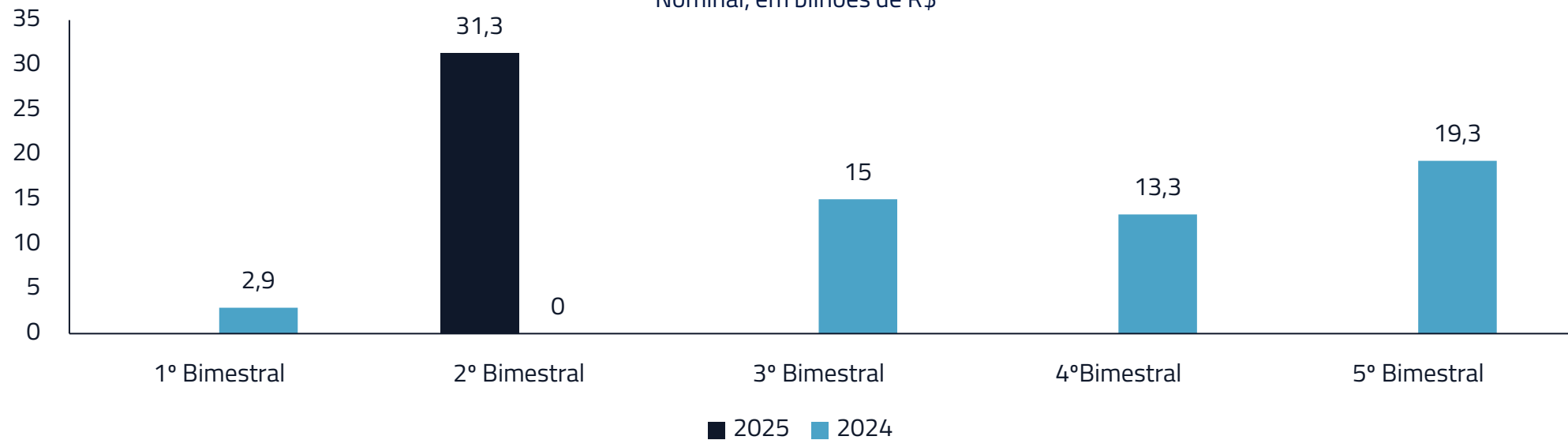
Fonte: Kinea

O principal destaque do mês sem dúvida foi a divulgação do relatório bimestral de avaliação das contas públicas e o anúncio do aumento do IOF em operações de crédito e câmbio.

Por um lado, o bimestral trouxe surpresas positivas, com previsões mais realistas de receitas e despesas e o anúncio de congelamento de gastos na casa de R\$ 30 bilhões. Neste quesito, o governo tem atuado para não cometer os mesmos erros do ano passado, com entregas maiores que o esperado.

### Anúncio de Contenção Acumulada de Gastos

Nominal, em bilhões de R\$



Fonte: Ministério do Planejamento. Não houve primeiro bimestre neste ano em função do atraso na aprovação do Orçamento de 2025, que ocorreu apenas no final de março.

A despeito do ajuste anunciado, acreditamos que novos congelamentos ao longo do ano serão necessários para o cumprimento da meta, uma vez que as despesas com previdência e benefício de prestação continuada ainda nos parecem subestimadas.

Já o anúncio do aumento do IOF remete à confusão do PIX. A taxação sobre envio de recursos ao exterior tem pouco poder arrecadatório, e levou o mercado a questionar a real intenção do governo. Assim como no PIX, o governo voltou atrás pontualmente na taxação de remessas de fundos.

### Taxa de Câmbio BRL/USD no dia 22/05/2025

Reais

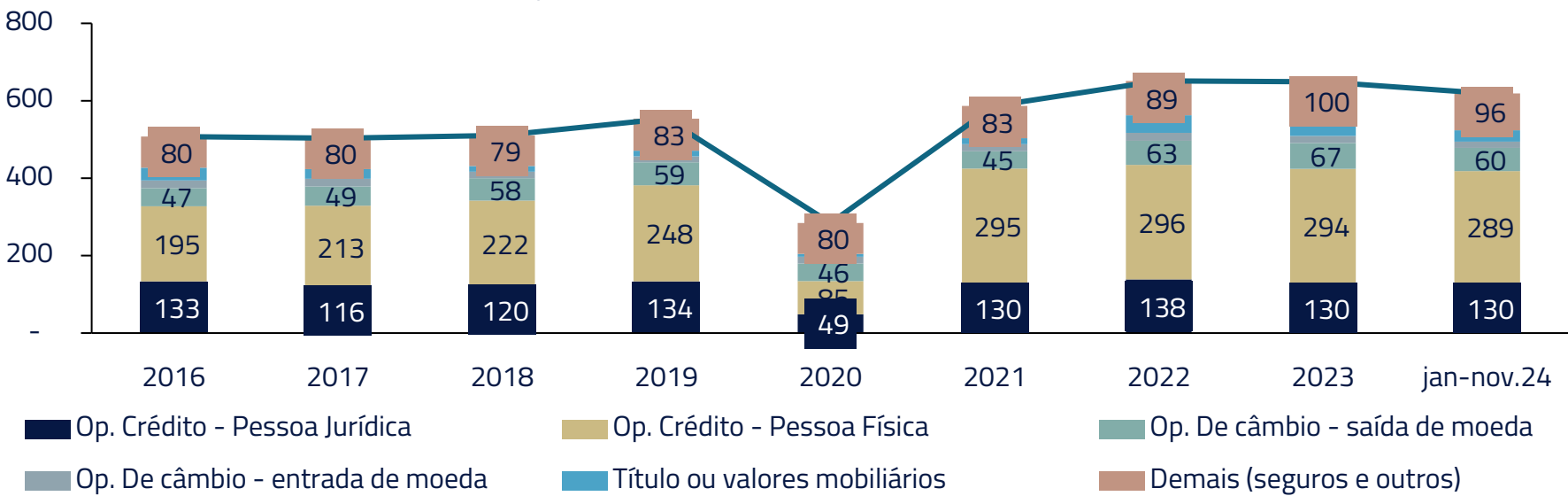


Fonte: Kinea

No mesmo pacote, o governo anunciou aumento do IOF para operações de crédito para empresas, igualando-o às taxas de pessoa física. Com alto poder arrecadatório, a medida contribui para fechar as contas neste ano e ajuda no trabalho do Banco Central.

### Arrecadação IOF

(preços de nov. 24 acumulado no ano em R\$ bi)



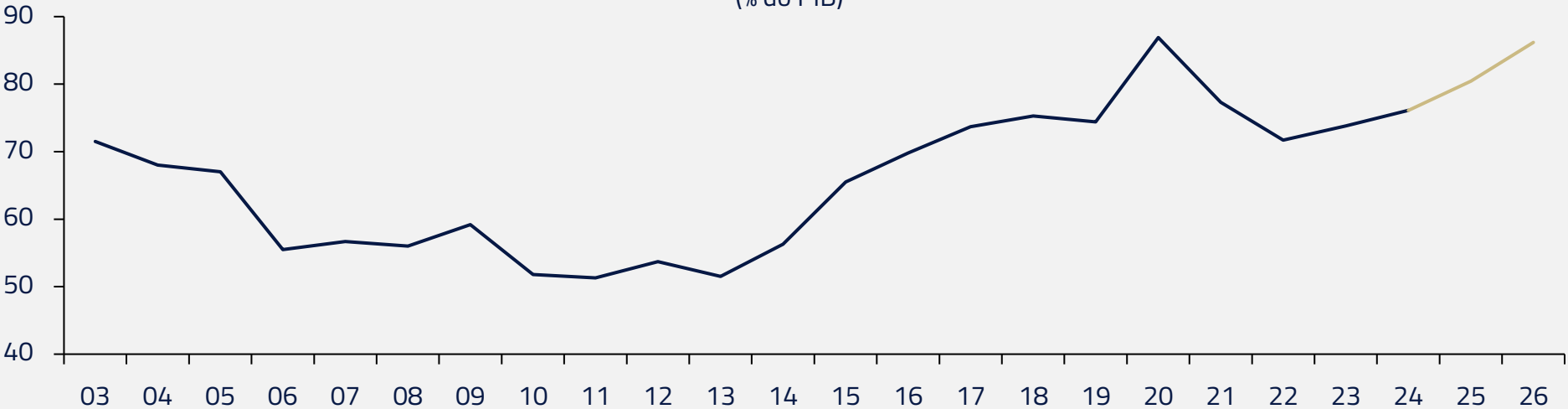
Fonte: Receita Federal

Para a empresa tomadora de crédito bancário, o aumento em dois pontos percentuais de IOF atua como um aumento da Selic e reforça nossa visão de desaceleração da economia no segundo semestre.

A despeito das sinalizações positivas de curto prazo quanto aos compromissos fiscais do governo , as pressões por aumento de gastos serão cada vez maiores à medida em que nos aproximamos das eleições.

### Dívida Bruta Governo Geral

(% do PIB)

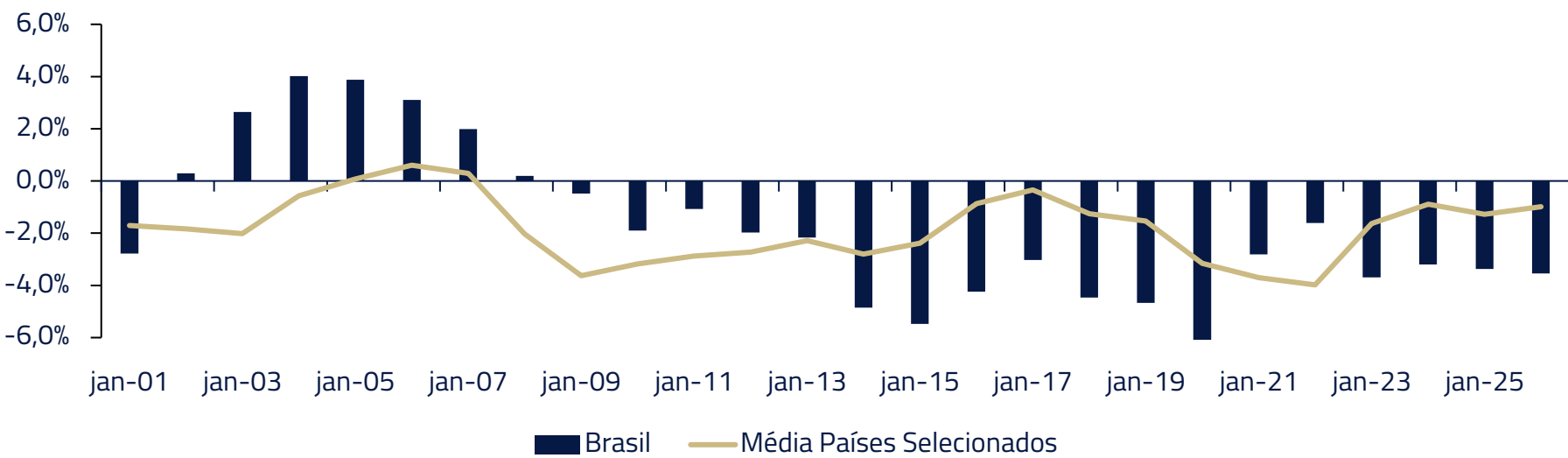


Fonte: BCB, Kinea

Além disso, nossos déficits gêmeos nos tornam vulneráveis a uma eventual mudança do humor global. Se o mercado passar a exigir mais prêmio para financiar o governo americano, isso irá impactar países como o Brasil, que apresentam alta dívida pública e déficits fiscal e em conta corrente.

### Déficits Gêmeos

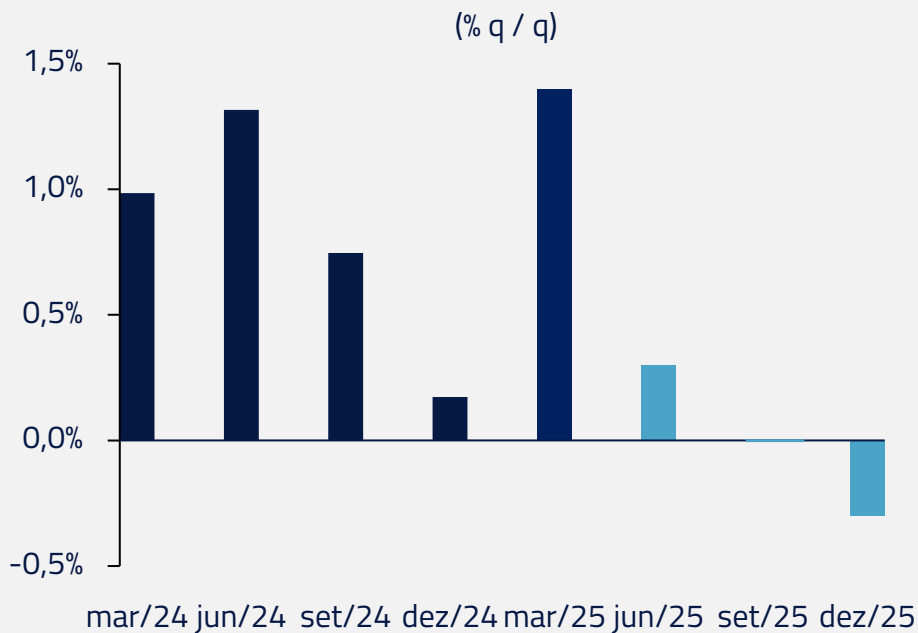
Déficit em Conta Corrente + Primário (% PIB)



Fonte: BCB, STN, Kinea, FMI. Países Seleccionados: Chile, Colômbia , México , África do Sul, Coreia do Sul, Polônia , Rep. Tcheca

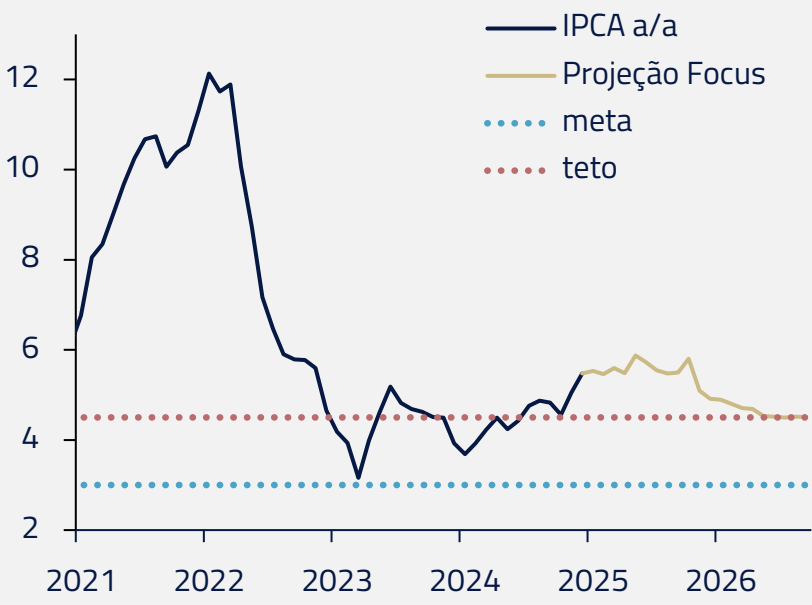
Permanecemos com preferência por posições aplicadas em juros brasileiro, em virtude de nossa visão de desaceleração econômica combinada com uma inflação que deve, gradualmente, convergir na direção de patamares aceitáveis para que o BACEN inicie seu ciclo de cortes entre o final de 2025 e início de 2026. No entanto, temos concentrado o posicionamento em juros de prazos curtos dado o risco fiscal e externo.

### Crescimento do PIB



Fonte: IBGE, Kinea

### Convergência Inflacionária



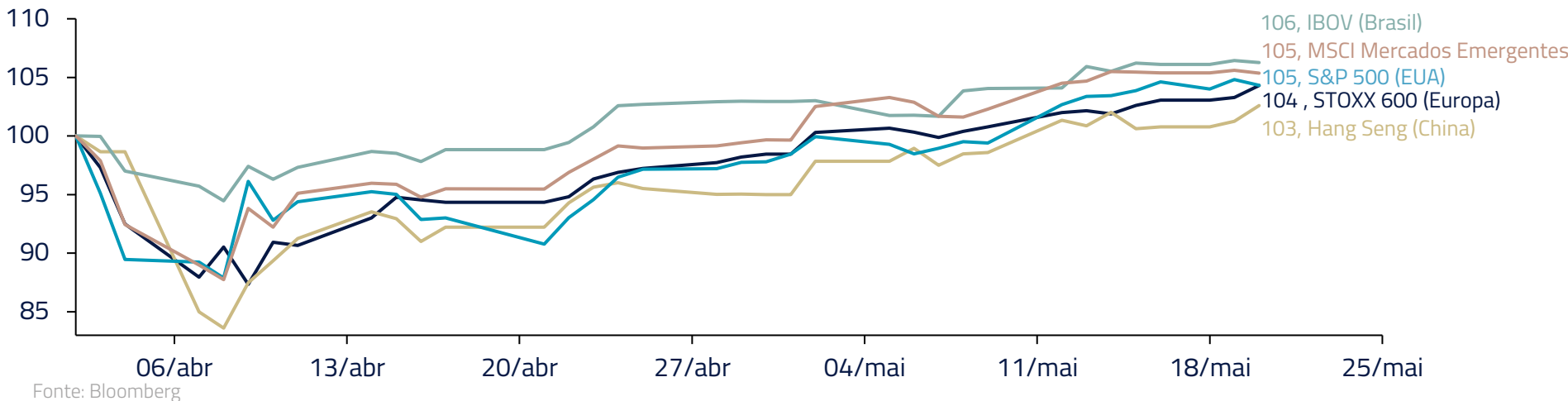
Fonte: IBGE, Focus

### Bolsas em alta e alívio no comercial global

Os mercados acionários globais exibiram performance positiva, impulsionados em parte por boas notícias no *front* comercial internacional.

### Desempenho das bolsas globais

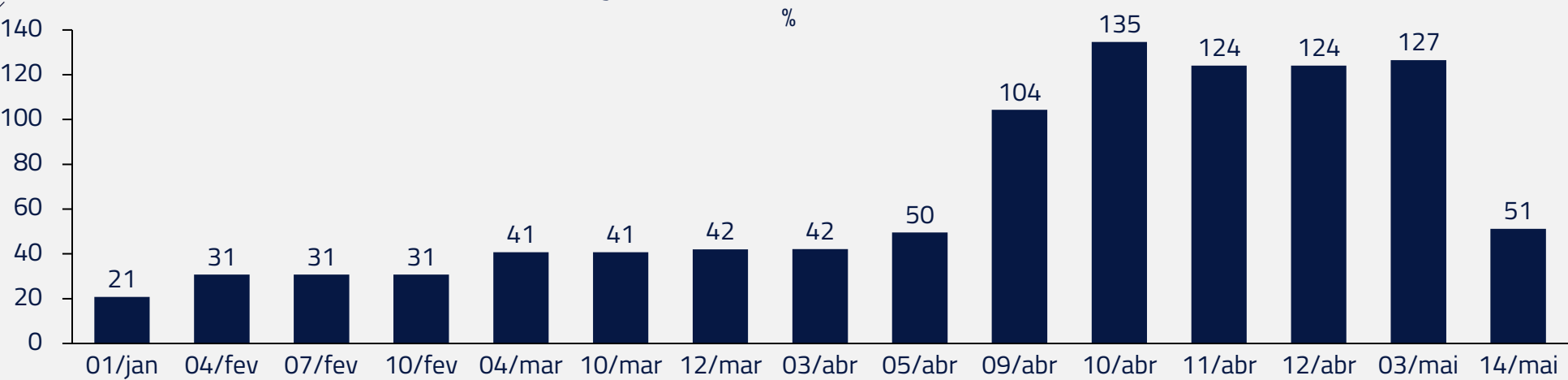
Base 100 = 02/abr/25, "liberation day".



Fonte: Bloomberg

Em maio, Trump anunciou a intenção de reduzir tarifas de importação sobre produtos chineses, marcando uma inflexão em relação à escalada de impostos comerciais que dominou seu primeiro mandato.

### Tarifa média de importação dos Estados Unidos sobre a China em 2025

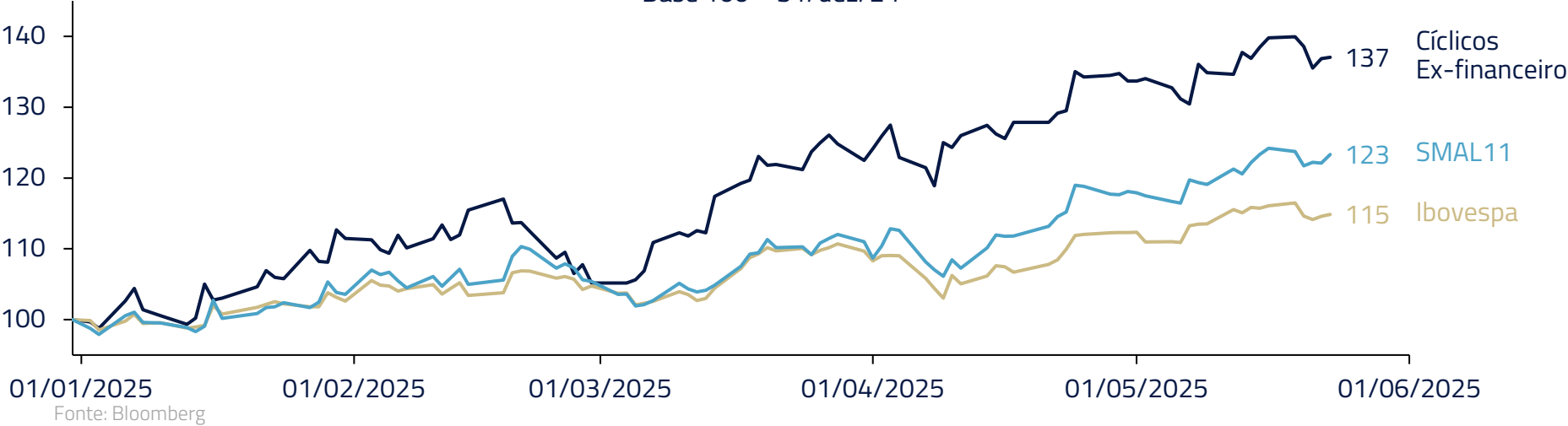


Fonte: Peterson Institute for International Economics

No Brasil, o rali externo se transmitiu ao Ibovespa. A valorização foi liderada por ações cíclicas e de *commodities*, setores mais sensíveis ao humor global.

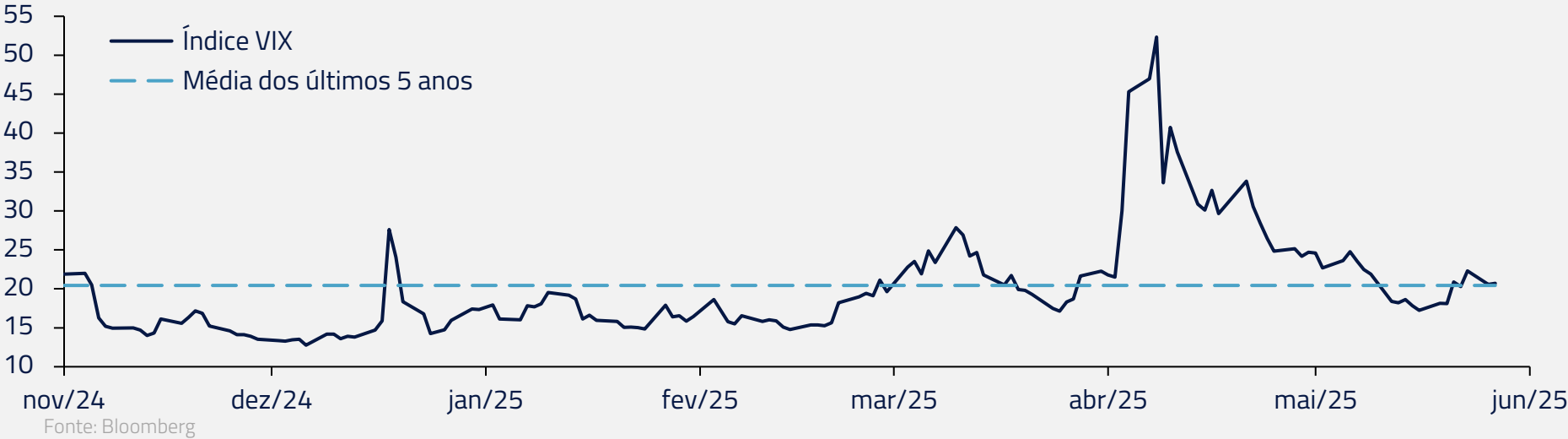
Performance Ibovespa, cíclicos e sensíveis a juros

Base 100 = 31/dez/24



Em suma, o cenário acionário recente lembra uma calmaria após a tempestade: volatilidades em queda, índices renovando máximas de meses e investidores voltando a tolerar risco.

Índice de volatilidade do S&P 500 (VIX)



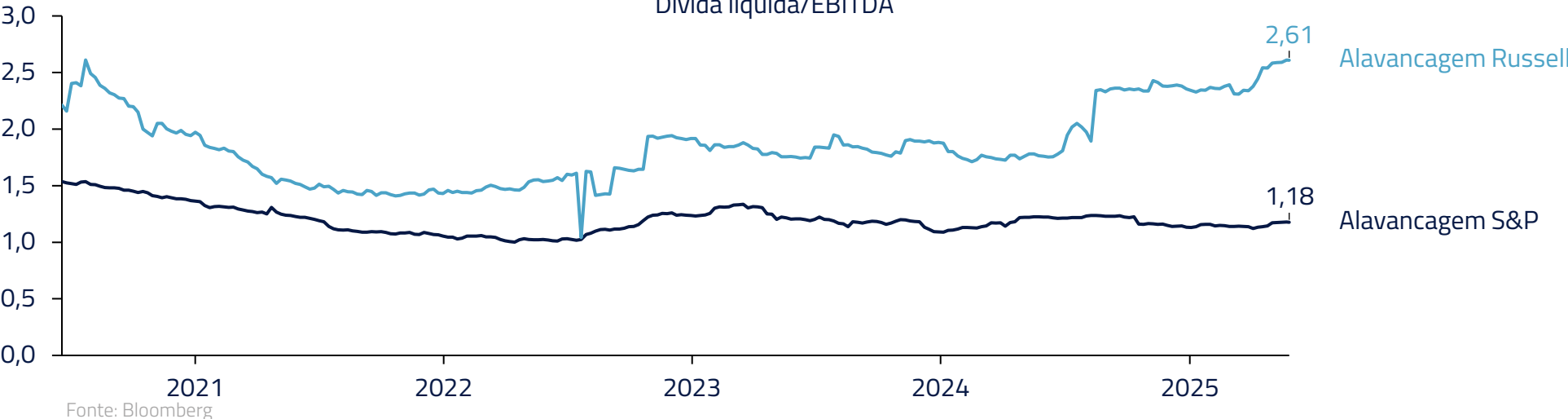
Entretanto, tal calmaria depende da manutenção desses alívios – se a trégua tarifária e o processo fiscal norte-americano esbarrarem em retrocessos, o humor pode azedar novamente.

Após o forte rali, decidimos reduzir nossa posição comprada na bolsa norte-americana, com posições vendidas principalmente em setores que devem apresentar maior dificuldade em um cenário de taxas longas mais elevadas.

Pequenas empresas, com balanços mais alavancados, setor imobiliário e biotecnologia são setores que tendem a sofrer caso as taxas longas norte-americanas percam sua ancoragem diante de um cenário fiscal mais desafiador.

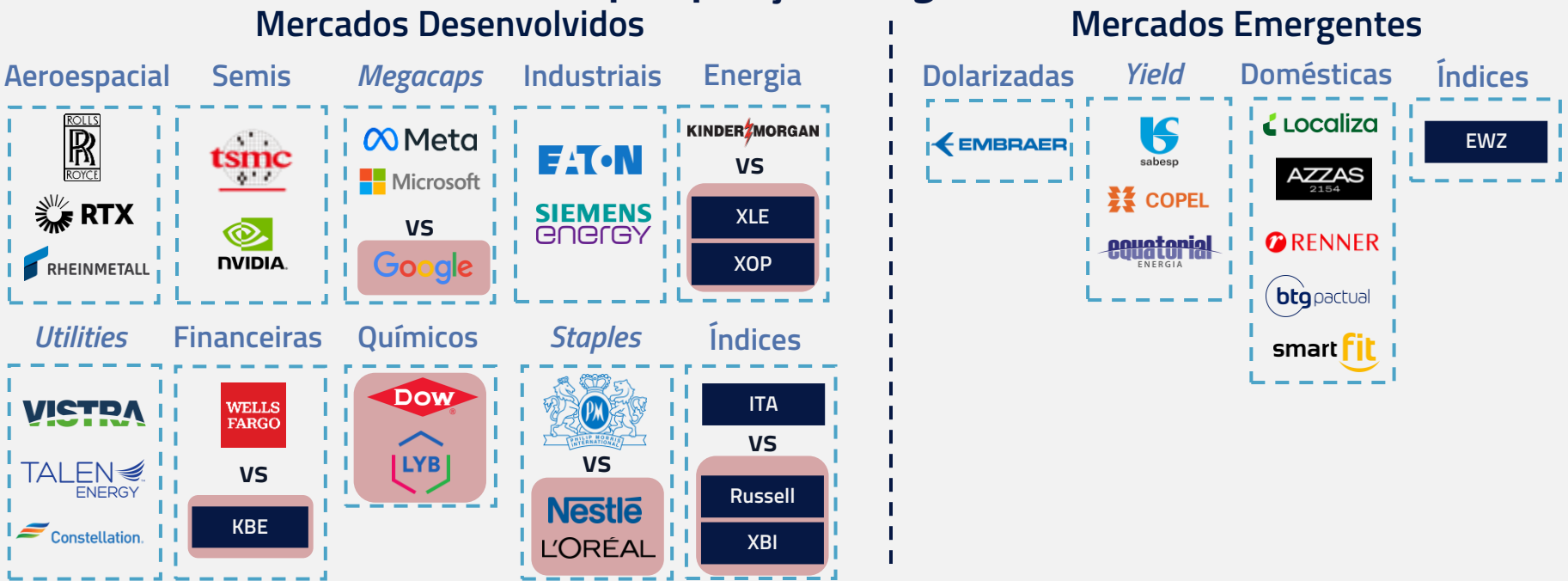
Alavancagem dos índices S&P 500 e Russell

Dívida líquida/EBITDA



Na ponta comprada, o tema dominante em nosso portfólio permanece sendo o aumento expressivo esperado da demanda por eletricidade nos EUA impulsionada pela Inteligência Artificial.

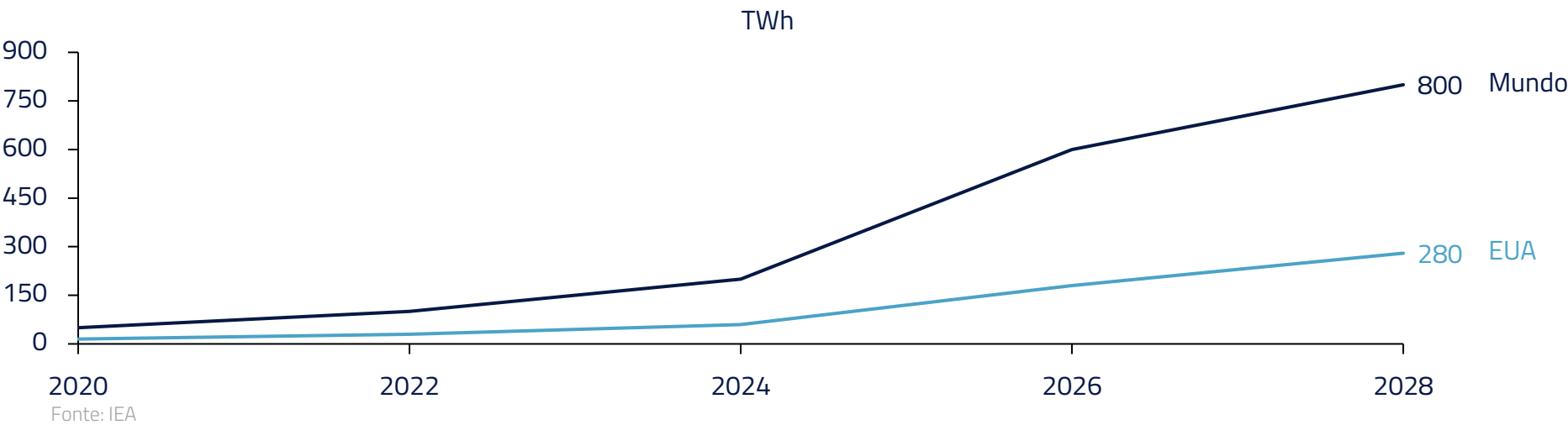
Principais posições *Longe Short*



Fonte: Kinea  
Legenda: Em vermelho são as posições vendidas

A Agência Internacional de Energia estima que, até 2030, a demanda de eletricidade dos *datacenters* mundiais mais que dobrará, podendo chegar a ~945 TWh (mais do que todo o consumo anual do Japão), sendo a maior parte desse salto atribuível a cargas de IA.

Estimativa da demanda de eletricidade em *datacenters* devido a I.A., 2020-2028



Nos Estados Unidos, essa tendência é ainda mais marcante – calcula-se que quase metade do crescimento de demanda de energia até 2030 virá de *datacenters*, a ponto de em 2030 o país gastar mais eletricidade para processar dados do que para fabricar alumínio, aço, cimento e produtos químicos combinados.

Estimativa de crescimento de demanda por energia elétrica de *datacenters*



Fonte: IEA e Enerdata.

Nosso posicionamento comprado permanece presente por toda a cadeia de eletrificação, passando por *pipelines* de gás, fabricantes de turbinas e empresas de fornecimento de energia.

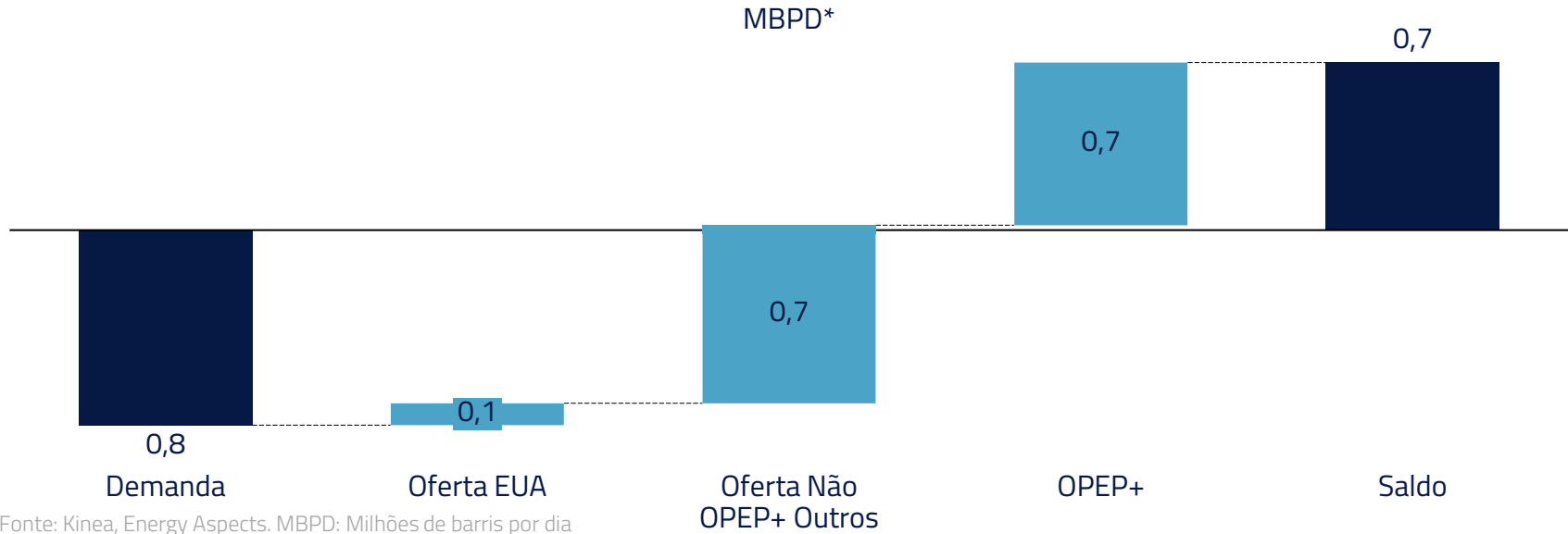
**Commodities: oferta em expansão e posições defensivas**

No mercado de *commodities*, o panorama recente conjuga alívio de riscos geopolíticos com sinais de oferta mais abundante, nos levando a assumir posições vendidas (apostando na queda de preços) em diversos ativos do setor. A seguir, detalhamos os principais componentes desse cenário:

Petróleo: após um 2024 volátil, o mercado de petróleo entrou em 2025 dando indicações de excesso de oferta, a própria OPEP+ mudou de postura – depois de anos de cortes para sustentar preços, produtores sinalizaram disposição em recuperar *market share* gradualmente. De fato, planos recentes indicam que o cartel e seus aliados pretendem aumentar a produção em 2025 em 0,7 milhão de barris/dia.

Além da própria OPEP+, esperamos aumento de oferta vindo de outras geografias, como o próprio Brasil. Projetamos que a oferta global subirá cerca de 1,5 milhão barris/dia este ano, superando o crescimento da demanda (0,8 milhão barris/dia), gerando um acúmulo de estoque no ano.

**Balança de petróleo bruto 2025 vs média de 2024**



**Safra brasileira de soja e milho**

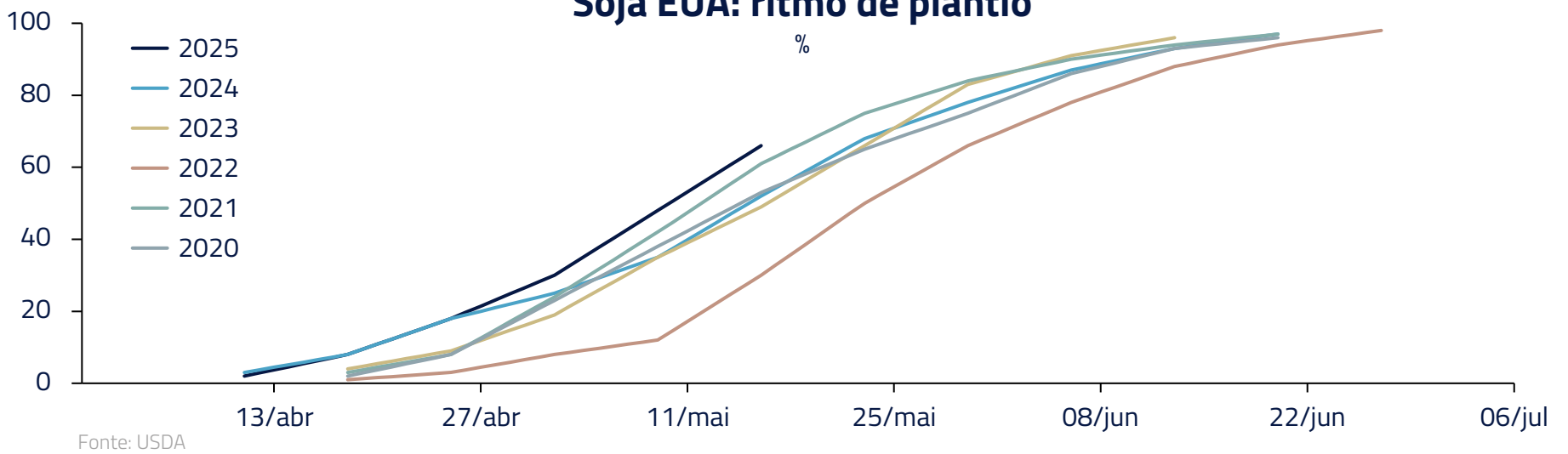


Grãos: no Brasil, maior exportador de soja e emergente força em milho, a safra 2024/25 de grãos caminha para ser recorde histórico, estimada em torno de 305 milhões de toneladas, um salto de 11% sobre o ciclo anterior.

A colheita de soja 2024/25 foi excelente, e a chamada safrinha (segunda safra) de milho – plantada no início de 2025 após a soja – desenvolveu-se bem na maior parte das regiões, indicando uma produção robusta.

Nos Estados Unidos, principal produtor concorrente, as notícias também são favoráveis: o plantio da safra de verão 2025/26 tem avançado dentro do esperado.

## Soja EUA: ritmo de plantio



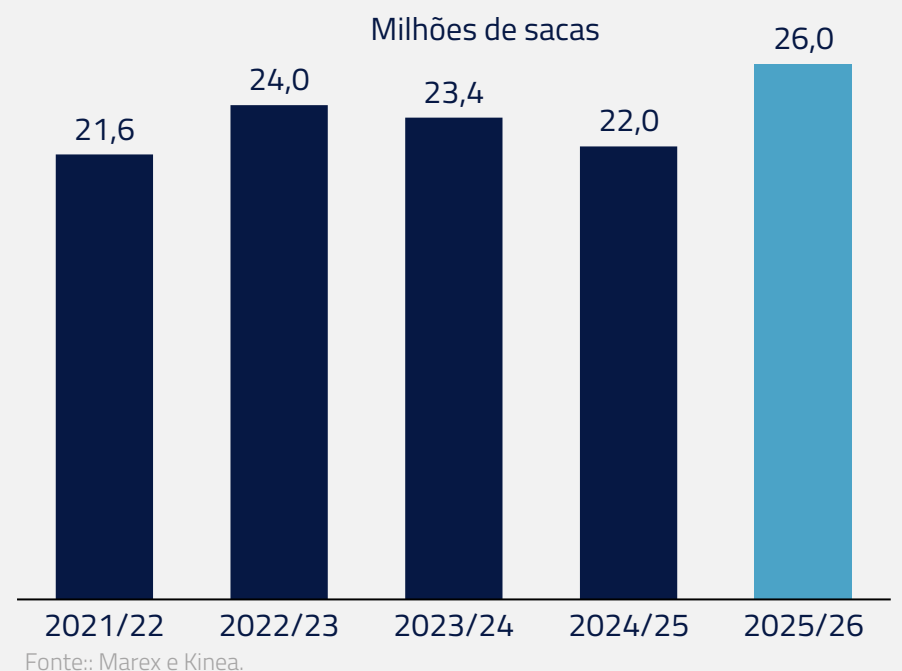
Até a primeira quinzena de maio, os agricultores americanos já haviam semeado cerca de 75% da área de milho esperada, ritmo acima da média histórica para a data. No trigo, a safra no Hemisfério Norte ainda está em curso, mas as previsões iniciais de clima indicam boas condições para EUA e Rússia, dois importantes produtores mundiais.

Com o bom desenvolvimento das safras, acreditamos haver uma assimetria baixista nos preços dos grãos, sobretudo na soja, que é onde temos concentrado nosso posicionamento no momento.

Café robusta: no mercado de café, o segmento de robusta (conilon) merece destaque. O café robusta, variedade utilizada sobretudo em *blends* solúveis e como complemento do arábica, teve forte valorização em 2024 devido a quebras de produção em países-chave (como Vietnã e Indonésia).

Entretanto, o ciclo atual aponta para expansão de oferta, liderada pelo Brasil. A safra brasileira de café 2025 indica um crescimento expressivo na produção de robusta: projeções apontam colheita em torno de 26 milhões de sacas, o que seria recorde histórico, representando cerca de +20% sobre o volume do ano anterior graças a clima favorável e renovação de lavouras.

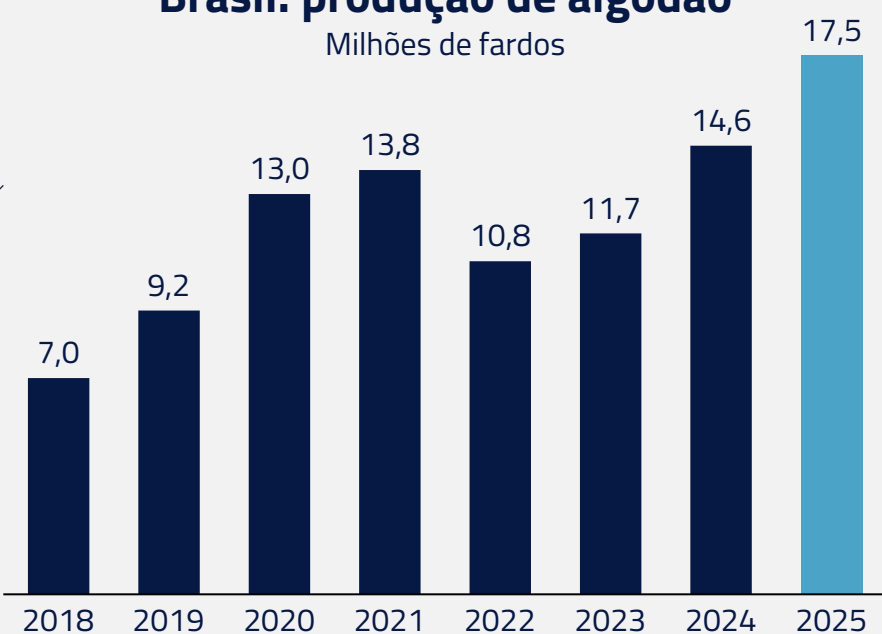
## Safra Brasileira de Café Robusta



Em um ambiente de estoques baixos de café, um alívio na oferta pode ter um impacto relevante nos preços, o que corrobora nosso posicionamento vendido.

## Brasil: produção de algodão

Milhões de fardos



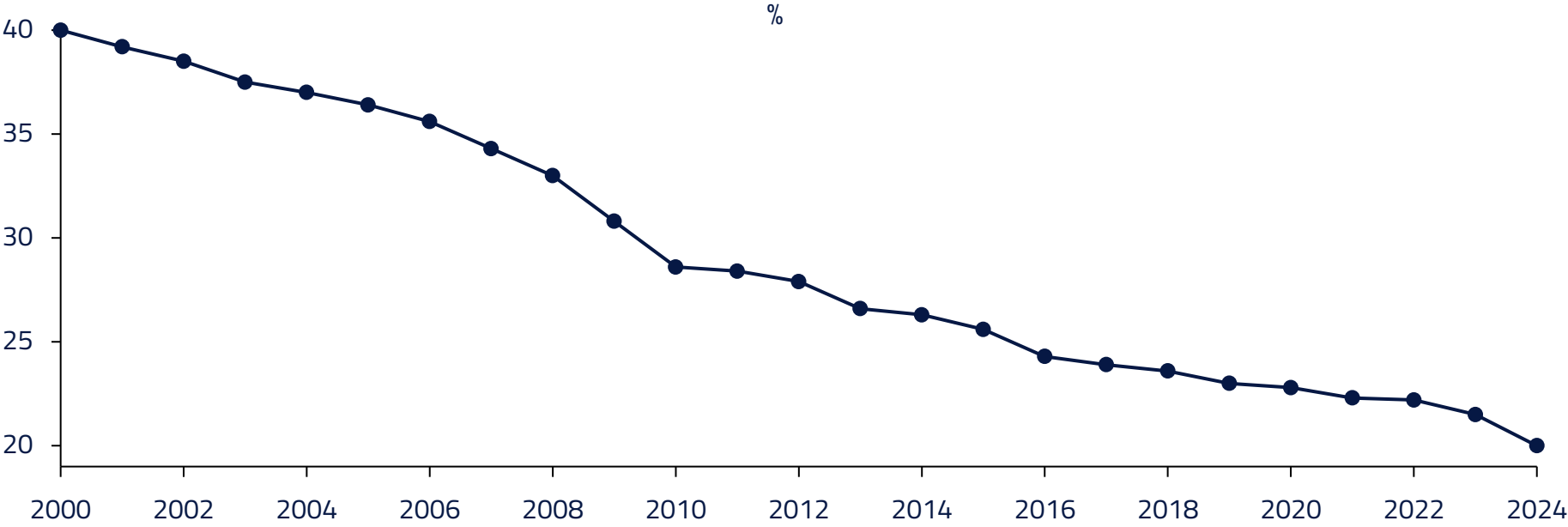
Fonte: USDA e Kinea

Algodão: no Brasil, projetamos uma safra recorde em 2024/25, resultado da combinação de expansão da área plantada e produtividade historicamente alta, favorecida por condições climáticas ideais em abril, especialmente no Mato Grosso. Esse avanço deve sustentar um aumento contínuo na disponibilidade para exportação, pressionando os preços internacionais.

Além disso, os primeiros estágios da safra americana também começaram com clima muito favorável, especialmente no Texas, o maior estado produtor. O mercado norte-americano, com produção amplamente voltada para exportação e uma indústria têxtil doméstica em retração, torna-se ainda mais sensível aos choques de tarifas comerciais.

Do lado da demanda, o algodão segue perdendo participação relativa para fibras químicas, em especial o poliéster, cuja competitividade aumentou com a queda recente dos preços do petróleo. Essa substituição estrutural é agravada em cenários de desaceleração econômica ou restrições ao consumo. Nesse contexto, vemos espaço para queda nos preços futuros, com assimetria favorável à posição vendida.

Participação do algodão no mercado de fibras



Fonte: Nadiia Petar Bukhonka

Em resumo, o panorama de commodities em 2025 difere do quadro alarmista de pouco tempo atrás. As tensões geopolíticas arrefeceram, ofertas agrícolas e de energia mostram reação positiva. Temos preferência por posições vendidas na soja, petróleo, café robusta e algodão, enquanto permanecemos comprados no ouro.

\*\*\*

| Juros                                                                                                           | Ações                                                                                                                                                                                                   | Moedas                                                                             | Commodities                                                                                                  |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Aplicado                                                                                                        | Cesta comprada                                                                                                                                                                                          | Cesta Comprada                                                                     | Cesta comprada                                                                                               |
| <div>República Tcheca</div> <div>Reino Unido</div> <div>Suécia</div> <div>Brasil</div> <div>África do Sul</div> | <div><div>Desenvolvidos</div><div>I.A.</div><div>Defesa</div><div>Utilities</div></div> <div><div>Emergentes</div><div>Utilities</div><div>Construção civil</div><div>Discricionários</div></div>       | <div>EUA</div> <div>Europa</div>                                                   | <div>Ouro</div> <div>Boi</div>                                                                               |
| Tomado                                                                                                          | Cesta vendida                                                                                                                                                                                           | Cesta vendida                                                                      | Cesta vendida                                                                                                |
| <div>EUA</div> <div>México</div> <div>Canadá</div> <div>Japão</div> <div>Austrália</div>                        | <div><div>Desenvolvidos</div><div>Imobiliário</div><div>Small caps</div><div>Utilities</div><div>Biotecnologia</div></div> <div><div>Emergentes</div><div>Defensivos</div><div>Exportadoras</div></div> | <div>Nova Zelândia</div> <div>México</div> <div>Chile</div> <div>Reino Unido</div> | <div>Alumínio</div> <div>Algodão</div> <div>Petróleo</div> <div>Café</div> <div>Soja</div> <div>Açúcar</div> |

A analogia entre “O Dia Depois de Amanhã” e o cenário fiscal-econômico atual dos EUA (e, em parte, do Brasil) serve como um lembrete poderoso dos perigos da complacência.

No filme, sinais ignorados culminam em um cataclismo climático; no mundo real, déficits e dívidas ignorados podem resultar em volatilidade e perdas financeiras. Felizmente, diferentemente do roteiro de Hollywood, a história econômica não é imutável – políticas responsáveis e pactos políticos podem alterar trajetórias insustentáveis.

Há, de fato, tentativas em curso de reconciliar o rumo fiscal norte-americano, embora envoltas em disputas difíceis. Os mercados, por sua vez, começam a dar sinais de que a paciência não é infinita: a alta dos juros longos e o retorno do *term premium* indicam um mercado mais vigilante. Ainda há tempo para aprender com os erros – ou, como disse o climatologista protagonista do filme, “*a questão é: aprenderemos com nossos erros? Eu certamente gostaria de ter a chance de aprender com os meus*”.

Em economia, assim como na natureza, ignorar os alertas não adia o inevitável – apenas nos deixa menos preparados quando ele chega.

\*\*\*

Estamos sempre à disposição de nossos clientes e parceiros

## Kinea Investimentos

### PALAVRA DO GESTOR SOBRE A PERFORMANCE DO MÊS

#### AÇÕES

Resultado positivo. Bolsas mundiais tiveram bons resultados, com destaque para a bolsa americana. Os setores relacionados à inteligência artificial, nosso principal tema comprado, apresentaram performance positiva, recuperando as quedas do início do ano. No Brasil, obtivemos ganhos nas altas dos setores de utilidades públicas e consumo discricionário, além dos pares intrasetoriais de construção civil. Na Europa, seguimos positivos nos setores aeroespacial e de defesa, o que nos ajudou a ter um bom resultado também nessa geografia. Após a forte recuperação nos mercados americanos, optamos por reduzir o risco direcional, com a venda de setores que devem performar mal em um cenário de juros longos em alta, com foco nos setores de construção civil, small caps e biotecnologia.

#### COMMODITIES

Resultado negativo. A recuperação nos preços do petróleo e a queda do ouro, ambas condizentes com o cenário mais propenso a risco que vimos ao longo do mês, trouxeram resultados negativos para o Fundo. Obtivemos bons resultados em nossa posição vendida no café robusta. Seguimos com visão negativa para o petróleo e o alumínio. O cenário de oferta e demanda continua nos sugerindo queda nos preços da maioria das commodities agrícolas, nos levando a manter posições vendidas na soja, algodão e açúcar.

#### JUROS E INFLAÇÃO

Resultado positivo. Os juros futuros locais encerraram o mês com leve alta. Mantemos nossa visão construtiva para a curva de juros no Brasil, com posicionamento favorável à queda da Selic. Acreditamos que o Banco Central encerrou o ciclo de alta e que a atividade econômica deve desacelerar no segundo semestre de 2025. No cenário internacional, o líquido da nossa posição é para aumento das curvas de juros. Na ponta altista para os juros, (i) acreditamos que o FED não irá cortar os juros americanos nos próximos meses e que o pacote fiscal é excessivamente frouxo, (ii) a Austrália deve cortar menos que os 75bps que o mercado precifica atualmente dado a resiliência do mercado de trabalho e (iii) o Japão deve seguir em um ciclo gradual de alta. Na ponta baixista de juros, gostamos de (i) África do Sul, onde a inflação está abaixo do piso da meta, (ii) República Tcheca, que é um país muito aberto ao comércio internacional e (iii) Reino Unido, onde apesar da resiliência da inflação, a atividade fraca deve permitir mais cortes do que precificado.

#### MOEDAS E CUPOM CAMBIAL

Resultado neutro. Com a liquidez nos mercados potencialmente diminuindo nos meses à frente, estamos comprados em moedas de países que têm contas externas sólidas e vendidos em países com balanço de pagamentos mais frágil.

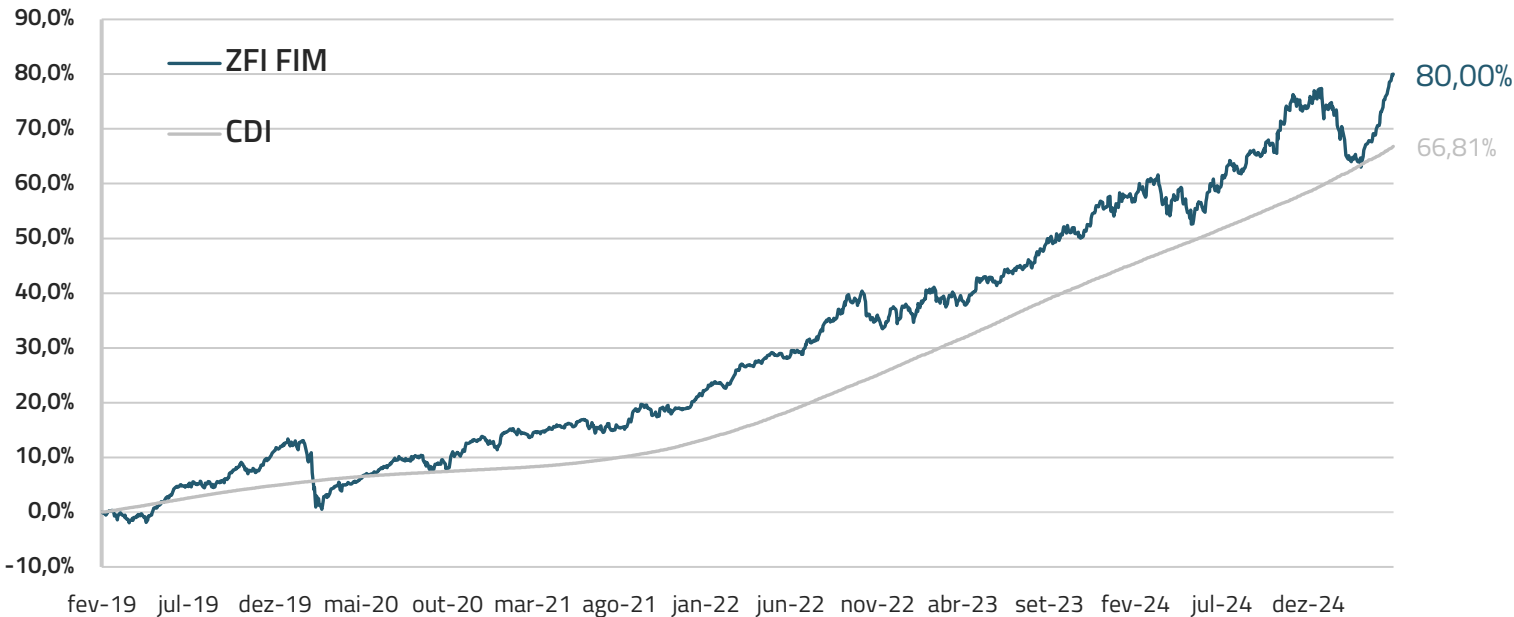
▶ Para mais informações veja também o nosso vídeo mensal sobre o Fundo no YouTube



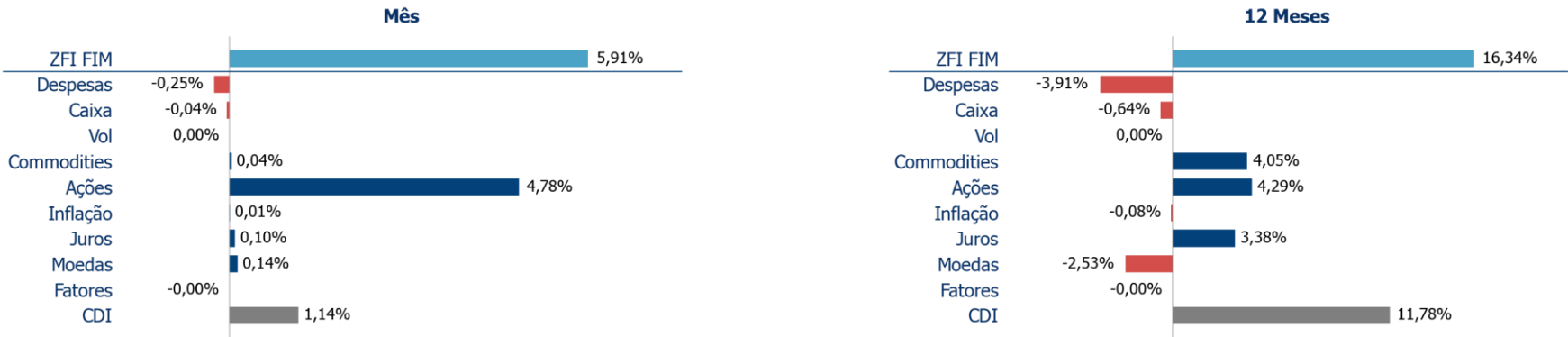
Este material foi elaborado pela Kinea (Kinea Investimentos Ltda e Kinea Private Equity Investimentos S.A.), empresa do Grupo Itaú Unibanco. A Kinea não comercializa e nem distribui cotas de fundos de investimentos. Leia o regulamento e demais documentos legais do fundo antes de investir. Os fundos são 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).

RESULTADO DA GESTÃO\*

Rentabilidade do fundo desde seu início



Retorno por Estratégia



HISTÓRICO DE RENTABILIDADE\*

| ANO   | 2021    | 2022    | 2023    | 2024    | 2025   | mai/25  | Início  |
|-------|---------|---------|---------|---------|--------|---------|---------|
| FUNDO | 4,52%   | 15,35%  | 14,25%  | 11,08%  | 3,33%  | 5,91%   | 80,00%  |
| CDI   | 4,40%   | 12,37%  | 13,05%  | 10,87%  | 5,26%  | 1,14%   | 66,81%  |
| % CDI | 102,74% | 124,09% | 109,24% | 101,86% | 63,34% | 520,14% | 119,75% |

Início do fundo  
28/Fev/2019

Patrimônio Líquido Atual  
R\$ 55.863.194  
Patrimônio Líquido Médio (12 meses)  
R\$ 121.187.181

Número de meses negativos  
21  
Número de meses positivos  
55

Melhor mês  
mai/25 (5.91%)  
Pior mês  
mar/20 (-5.48%)

| COTA RESGATE:                     | PAGAMENTO RESGATE:                 | TAXA DE SAÍDA: | APLICAÇÃO INICIAL:                 | TAXA DE ADM: | TAXA DE PERFORMANCE²:          |
|-----------------------------------|------------------------------------|----------------|------------------------------------|--------------|--------------------------------|
| D+60 dias corridos da solicitação | D+1 dia útil da conversão de cotas | Não há.        | Sujeito às regras do distribuidor. | 2,0% a.a.    | 20% do que exceder 100% do CDI |

1. Trata-se da taxa de administração considerando as taxas dos fundos da estrutura.
2. Trata-se da taxa de performance considerando todos os fundos da estrutura.



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).