

## Laundry List

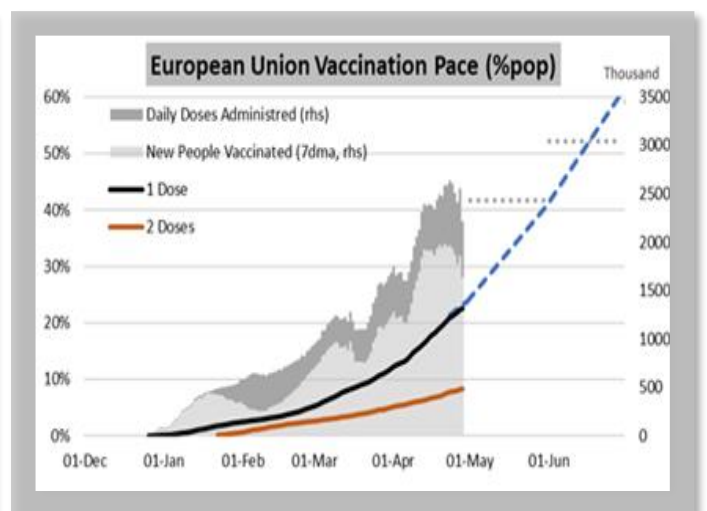
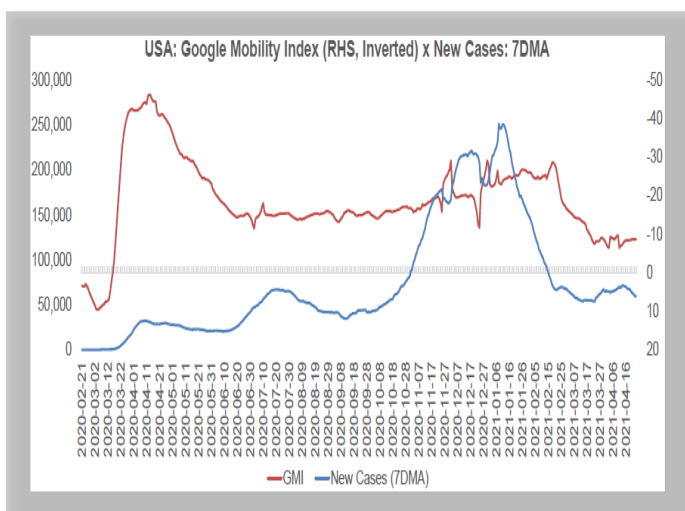
Eu não sei quanto a vocês, mas eu pessoalmente gosto de uma lista, seja de supermercado, seja de tarefas ou até mesmo de peças na lavanderia, é uma maneira fácil de organizarmos nossos pensamentos e não deixarmos nenhum fio solto por aí.

Após um quadrimestre de retornos bem satisfatórios para a maioria dos ativos de risco globais (pois é, Brasil, perdemos mais uma festa), é hora de parar, respirar, e olhar o horizonte. Em que parte do ciclo estamos? O preço dos ativos está consistente com o ciclo econômico?

Vamos organizar essa carta com uma lista de vetores positivos para o mercado e outra lista com os que são potencialmente negativos e tentaremos traçar uma resultante esperada destes vetores, olhando para os meses que faltam para esse vertiginoso 2021.

## Vetores Positivos

**Vacinação nos US, UK, Israel e seus resultados positivos.** Os três países são os mais adiantados na vacinação contra a covid e todos já colhem os benefícios na forma da reabertura econômica e das projeções de crescimento para 2021 e 2022. O primeiro trimestre foi marcado pela *outperformance* dos ativos americanos e ingleses vis-à-vis ativos europeus e de mercados emergentes. Podemos dizer que o mês de abril foi justamente o ponto de virada, dado que em alguns lugares como **na Europa e no Brasil tivemos a aceleração da vacinação** e a amenização dos números de casos, internações e óbitos. Nas figuras, exemplificamos isso com o índice de mobilidade dos US (que nem estava em regime de lockdown restrito, como UK) ganhando cerca de 20 pontos percentuais com a vacinação e a redução do número de casos, e no outro gráfico vemos a aceleração da vacinação na Europa.

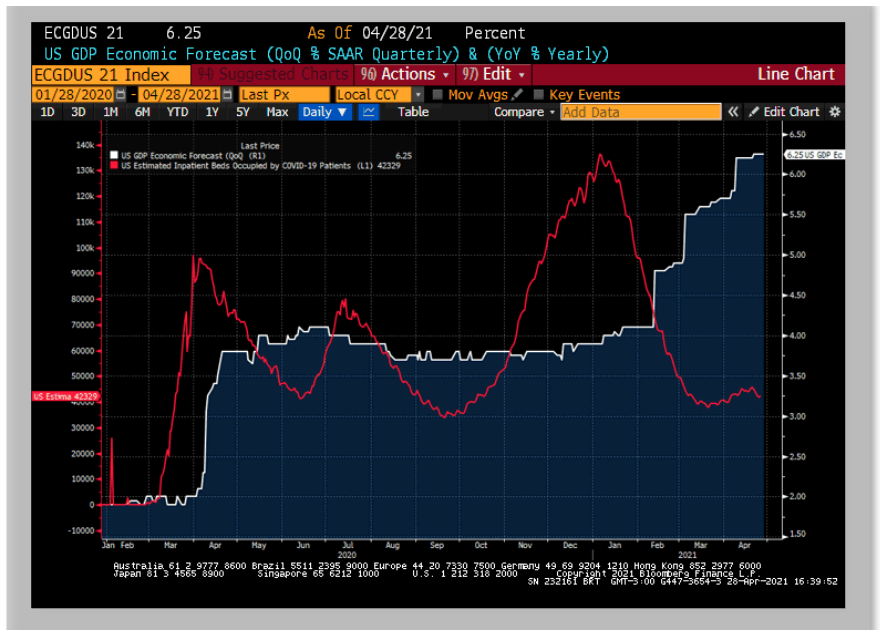


**Revisões PIB US, China e Europa.** A previsão de crescimento dos US foi revista de 4% para acima de 6% na medida em que os efeitos da vacinação foram se mostrando concretos (redução de hospitalizados). Cabe ressaltar que a aprovação do pacote fiscal no começo do ano também contribuiu bem com essa revisão positiva. A média do mercado espera um crescimento de 6% para os US em 2021, porém, algumas casas já falam em números ao redor dos 7%. Já para a Europa, dado o atraso na vacinação, a curva foi justamente a inversa, levando a média do mercado de 5% para os atuais 4%. Porém, cremos que a aceleração da vacinação no velho continente fará com que esse número seja revisado para cima.

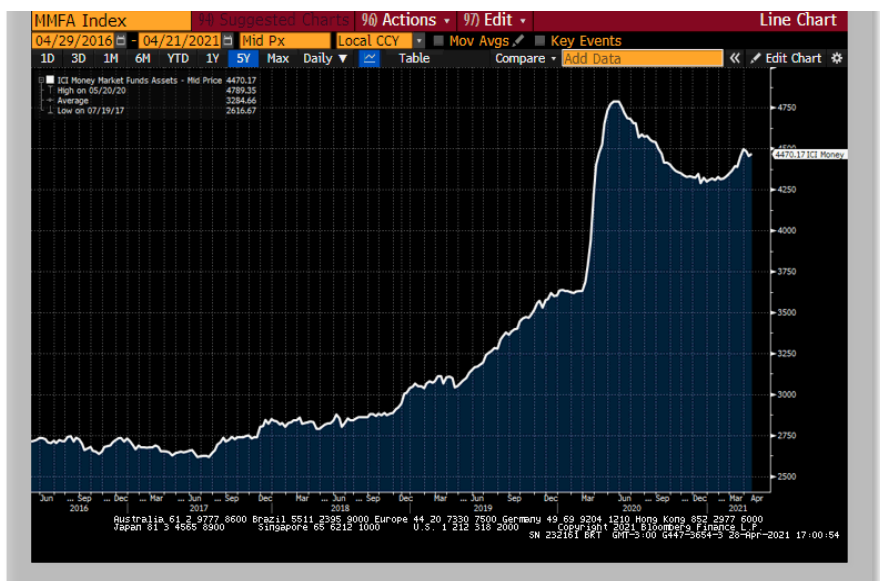
A China apresenta uma expectativa média de crescimento ao redor de 8.5% para este ano. Basicamente as revisões de crescimento têm oscilado ao sabor dos estímulos fiscais e do sucesso (ou não) no controle da pandemia. Cabe ressaltar que a China, após um começo tímido, acelerou o ritmo de vacinação e está vacinando algo como 5 milhões de habitantes por dia.

O mercado ainda tem dúvidas disso, como mostra a precificação dos aumentos das taxas de juros americanas, mas o fato é que o FED tem um novo *framework* operacional. Não se cansa de repetir que só irá agir com dados concretos (e não previsões) e que deixará a inflação rodar consistentemente acima de sua meta de 2% para que, na média, ao longo do tempo os 2% sejam alcançados. Teremos um banco central reativo (e não proativo) e que será paciente na retirada de estímulos. **A implicação disso nos investimentos é que o investidor não tem (e não terá no futuro próximo) outra alternativa a não ser alocar em ativos de risco.** E nos Estados Unidos ainda temos um vasto estoque de dinheiro empoçado nos fundos de *money market*, fundos estes que já estão e

## PREVISÃO PIB US vs NÚMERO DE HOSPITALIZADOS:



## RECURSOS EMPOÇADOS NOS FUNDOS MONEY MARKET



continuarão procurando retornos melhores do que uma taxa de juros negativa em termos reais. São mais de 4 trilhões de dólares sendo erodidos a cada dia que passa.

**As condições financeiras provavelmente continuarão muito frouxas** não só este ano, mas pelo menos até 2023. Isso somado a um ambiente de crescimento econômico e juros baixos, trará outro vetor positivo para os mercados, que é o **aumento da recompra de ações** por parte das empresas americanas. Só esta semana o Google anunciou a recompra de USD 50 bilhões de suas ações e a Apple USD 90 bilhões. As empresas estão com alto nível de caixa em seus balanços e as boas perspectivas futuras são o empurrão necessário para acelerarem o retorno de capital aos acionistas.

**ESG como uma das forças motoras da redefinição/inflação.** Quanto mais aumentar no mundo a preocupação com o conceito ESG, maior demanda teremos por algumas commodities e menos oferta teremos em outras. Um pequeno exemplo seria a eletrificação, em que o mundo corre para trocar sua frota de veículos a combustão por veículos elétricos. Bem, um estiloso carrinho elétrico leva 80 kg de cobre, ao contrário de um tradicional que consome apenas 20 kg na sua construção. Todo o processo de eletrificação (fios de cobre, transformadores que usam cobre, estruturas de aço e alumínio) também é altamente demandante de commodities metálicas. Onde será feito o ajuste? No preço. O gráfico ao lado mostra o preço de algumas commodities. E notem que o processo ESG está apenas começando...

**EVOLUÇÃO DO PREÇO DAS COMMODITIES**



**O espírito do tempo é distributivista.** A questão da desigualdade de renda, que já era um assunto dominante antes da pandemia, se tornou o assunto na ordem do dia das agendas de governos e bancos centrais. A pandemia abriu a caixa de pandora da distribuição direta de recursos aos cidadãos, muitas vezes financiados diretamente pelos bancos centrais, comprando títulos emitidos pelos tesouros nacionais (a tão falada moderna teoria monetária MMT, que alguns críticos chamam de "Magic Money Tree"). Os US estão em pleno movimento de fixar o salário-mínimo em USD 15 por hora, alguns estados já fizeram isso e o próprio governo já determinou o mesmo para as empresas que fornecem produtos e serviços ao governo. As restrições fiscais, por ora, não existem e o mercado e a economia (dos países desenvolvidos, que fique bem claro) estão experimentando um grandioso "sugar high" dos estímulos e da reabertura pós pandemia. Infelizmente não existe almoço grátis, e entendemos que essa conta, seja via inflação, seja via baixo crescimento de longo prazo, irá chegar.

Trata-se apenas de uma questão de tempo. Em resumo, temos o ciclo econômico global “early” ainda e com muito impulso monetário e fiscal para queimar. Porém, sabemos que se trata de algo possivelmente pouco sustentável no longo prazo.

## Vetores Negativos

**Início do tapering global.** O Banco Central do Canadá (BoC) deu início ao processo de *tapering* global ao reduzir o seu volume semanal de compras de títulos de CAD 4 bilhões para CAD 3 bilhões, se tornando o primeiro BC do G10 a começar a retirar os estímulos da pandemia. Quando será *tapering* nos US? Essa é uma das perguntas que a comunidade financeira começa a se fazer. O próprio FED, em reunião na última semana do mês, sinalizou que ainda está cedo para discutir o processo de redução de compras e que teremos de ver ainda muito progresso na geração de empregos para começar a discutir o assunto. O FED sinalizou também que só após finalizar o *tapering* e observar a economia um pouco é que começará o processo de redução de juros, embora o mercado precifique que isso irá ocorrer cedo. Naturalmente, isso é fruto da preocupação com uma inflação que não seria meramente transitória, e sim mais estrutural e acima de onde o FED deseja.

**Aumento de impostos nos Estados Unidos.** Bem, todos esses pacotes passados e futuros que o governo americano engenhrou (até agora já são mais de 5 trilhões de dólares e vem aí o pacote de “infraestrutura”) não serão cobertos integralmente pelo aumento de endividamento e/ou pela árvore mágica de dinheiro do FED. Uma parte será financiada pelo aumento da carga tributária do contribuinte americano, seja pessoa física, seja pessoa jurídica. Essa conversa certamente irá se arrastar ao longo de 2021 e a proposta de Joe Biden foi alta: 28% de impostos corporativos e dobrar o imposto de ganhos de capital de 20% para perto de 40%. Naturalmente, o processo de negociação acabará ajustando as alíquotas para algo no meio do caminho. No entanto, a resultante final disso será que os Estados Unidos se tornarão um país menos atrativo aos investidores globais e que a economia se tornará menos eficiente (por definição, na transferência de recursos da sociedade para programas governamentais temos uma piora na alocação de recursos). Outra consequência será uma redução de lucratividade das empresas americanas vis-à-vis as empresas não americanas. Por ora o mercado está ignorando o assunto, mas no seu devido momento fará preço.

**Quando será o pico de crescimento e liquidez?** Esta é a pergunta que vale muito, afinal o mercado financeiro (especialmente o acionário, uma máquina de descontar o futuro) não olha só para a velocidade e direção do carro, ele olha para aceleração. Quando o carro está andando e acelerando na direção correta, temos a parte mais fácil do *rally* de ativos, basicamente as correções são rápidas e pequenas e quase qualquer coisa que você compra (digo quase, pois temos aí ativos brasileiros e turcos) vai se apreciar. Quando o carro começa a reduzir a aceleração, começa a parte mais difícil do trabalho de gestão, pois aí temos uma maior volatilidade e maiores correções, fazendo com que a seleção de classe de ativos, de geografias e de setores passem a ser mais importantes. Falando em linguajar do mercado, o alpha começa a sobrepujar o beta. E parece que estamos indo para essa transição. Segundo Michael Hartnett, estrategista chefe do Bank of America, em 2022 teremos apenas USD 400 bilhões em QE’s pelo mundo, contra USD 3,4 trilhões em 2021 e estonteantes USD 8,5 trilhões em 2020. No *front* fiscal é a mesma coisa, os grandes pacotes de ajuda na pandemia já ficaram para trás, e em 2022 esse impulso será bem menor. Sim, parece que o pico de crescimento e liquidez será

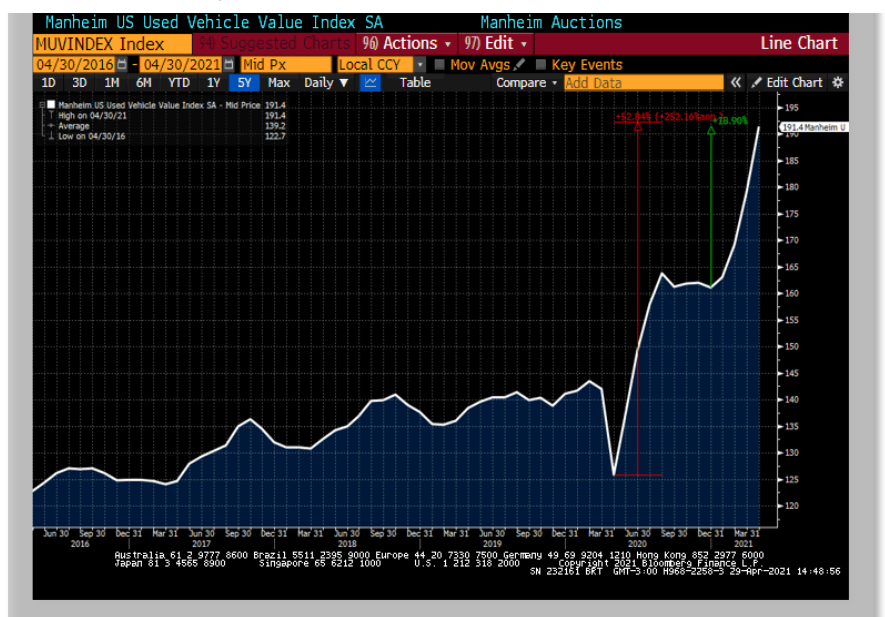
atingido neste ano e nossa estimativa é que isso se dará na virada do primeiro para o segundo semestre.

**Novas variantes do vírus.** É claro que com as vacinas o mundo está melhor do que estava ano passado em relação à pandemia. Porém, não podemos afirmar que o problema está resolvido, afinal as variantes “P1”, no Brasil, e “Duplo Mutante”, na Índia, provocaram (e estão provocando) um estrago sem precedentes. As pesquisas mostram que as vacinas atuais perdem alguma potência nas variantes novas, reduzindo assim sua eficácia. Quando falamos sobre imunidade natural dos já infectados, as informações são conflitantes. O NHS (SUS inglês) em recente *paper* mostrou que na virada de 2020 para 2021 a proteção de quem teve a cepa original para a nova cepa inglesa (B117) foi de 84%, e quando olhamos para os assintomáticos, o número vai para 92%. Já no Brasil, um inquérito sorológico mostrou que em agosto de 2020, 76% da população de Manaus já havia contraído o vírus original, o que não impediu que em dezembro deste ano o estado fosse fortemente castigado por uma onda com a variante P1. Não sem motivo, o mercado financeiro vem monitorando isso atentamente no receio de que alguma dessas novas variantes não provoquem um novo surto e, conseqüentemente, novos fechamentos das economias.

**Riscos geopolíticos diversos.** Bem, os problemas são antigos (Rússia, China, Irã). Porém, o governo americano é novo e já está sendo devidamente testado pelos atores internacionais. É um tipo de risco difícil de se fazer *hedge*, normalmente não faz muito preço além de breves soluços, porém, são riscos que sempre monitoramos, estão sempre presentes. Um risco a que estamos atentos é a confluência de preços de alimentos em forte alta com insurreições populares. Vale lembrar que a escalada de preços agrícolas foi uma das causas da dita primavera árabe.

**Crise dos chips.** O mundo vive a chamada “crise dos chips”. A pandemia trouxe um baita problema na cadeia de produção dos circuitos integrados. A paralisação de produção durante a pandemia, somada a uma demanda bem acima do esperado por eletrônicos pelas pessoas trabalhando em *home office*, provocou uma escassez generalizada no fornecimento desses itens, que são cruciais em tudo que usamos hoje. A Ford declarou que só irá produzir metade dos carros planejados até o final do ano, outras montadoras como Honda e BMW já paralisaram produção em algumas plantas, e outros setores como os de máquinas para infraestrutura (Caterpillar) e eletrônicos (Apple, Samsung) relatam que terão problemas. Grandes fornecedoras desses produtos estimam que somente em 2022 a oferta irá se normalizar. Isso gera mais fenômenos inflacionários, como é possível observar no gráfico ao lado, em que o número de carros

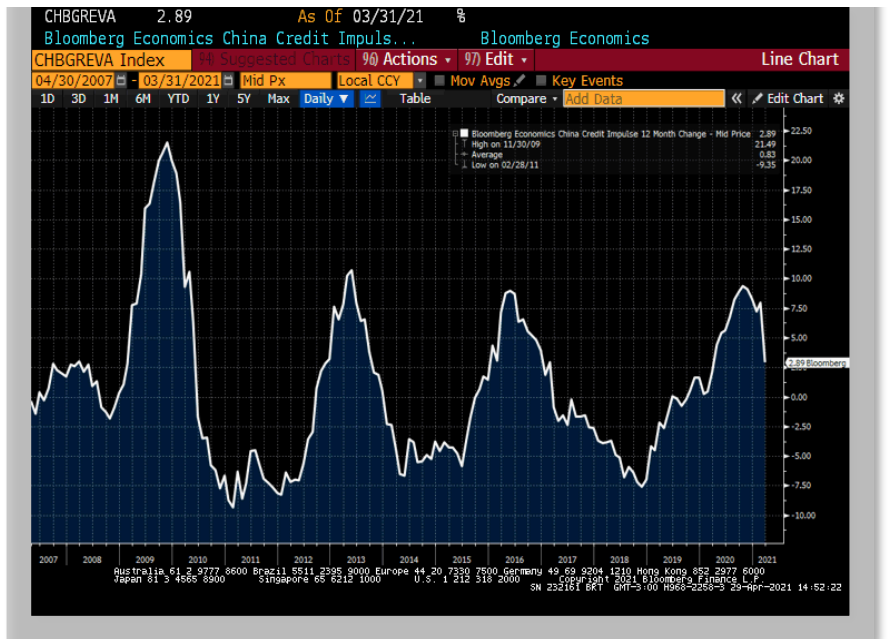
## ÍNDICE DE PREÇOS DOS CARROS USADOS NO ESTADOS UNIDOS



usados nos Estados Unidos já subiu 53% em 12 meses.

**China fazendo pico de impulso de crédito, com início de suave aperto.** O país foi o primeiro a entrar na pandemia, fez o controle exemplar dela, foi comedido nos estímulos fiscais e monetários e também está sendo o primeiro país a emergir do outro lado do túnel. Nada mais natural que seja o primeiro, gradualmente, a retirar os estímulos. Já vemos a concessão de crédito desacelerando, porém temos a visão de que episódios como o *stress* de crédito com a gestora Huarong farão com que as autoridades chinesas sejam até mais parcimoniosas e incrementais do que já normalmente são. Muitos associam China como responsável pelo ciclo de commodities e isso poderia ser negativo para os preços. No entanto, desta vez temos outros *drivers*, como maciço estímulo fiscal no mundo ocidental, *capex* reduzido nos últimos anos e toda a questão ESG, que funcionarão juntamente com a demanda chinesa. China é sempre um fator a ser monitorado, porém, não cremos que seja um perigo ao ciclo de recuperação global, neste exato momento.

## ÍNDICE DO IMPULSO DE CRÉDITO NA CHINA



**O Brasil em um ambiente fiscal esgarçado e entrando no ciclo eleitoral.** Bem, o Brasil merece um capítulo todo à parte em um livro de Stephen King, e esta carta já está bem comprida. Portanto, vou te pedir um esforço adicional para irmos até o final. Após fazer um *low* de 30% do PIB no fim de 2013, o endividamento líquido público do país foi consistentemente piorando até 54% do PIB antes da pandemia. Atualmente estamos em 62% e as estimativas apontam para algo como 75% em meados desta década. Isso para um país que já tem uma carga tributária altíssima de 32% do PIB e já não tem mais o bônus demográfico (é um país envelhecendo). Em resumo, devemos muito e vamos crescer estruturalmente pouco, seja pela demografia, seja pela carga de endividamento. A foto da atual corrida eleitoral não é das melhores, dois candidatos populistas sem apreço pela consolidação fiscal ou pela redução do tamanho de estado. É claro que uma terceira via sempre pode surgir com propostas modernizantes. Porém, não estamos particularmente esperançosos com essa hipótese. Isso tudo torna o ciclo eleitoral do ano que vem dramático e, a despeito do prêmio polpudo que os ativos locais carregam, coloca um *cap* no potencial de valorização. Não é a primeira vez que nossos problemas nos fazem perder (ou underperformar) um *rally* global de proporções bíblicas. Vale o mantra: Brasil não é posição, é *trading*...

## Vetor Resultante

A grande questão, como sempre, é saber qual é a resultante desse conjunto de vetores apontando em diversas direções e com intensidades diferentes.

O fato de passarmos do pico não significa que os preços dos ativos sofrerão necessariamente, apenas que teremos um regime de maior volatilidade, com correções maiores e predomínio do alpha sobre o beta. **A seleção de classes de ativos, de setores e de geografias será mais relevante ainda.**

Quando analisamos o mercado até agora, é claro que tivemos episódios de exageros (excesso de liquidez tem o seu preço), como Game Stop, Archegos, algumas *crypto* moedas e o *valuation* de algumas empresas. Porém, foram bolsões isolados no mercado. **Julgamos que o mercado, como um todo, continua saudável e racional.** Um exemplo disso tem sido a evolução dos fundamentos do índice SP500, da bolsa americana. Desde maio do ano passado notamos que ele vem sendo negociado de forma estável, entre 20 e 22 vezes o seu lucro projetado para os próximos 12 meses. O que cresceu, e muito, foi justamente a expectativa de lucros. E foi isso que puxou a valorização não só do SP500, mas das ações globais de um modo geral.

Sabemos que ações são mecanismos de desconto do futuro. **Dado que estamos chegando perto do pico de crescimento e liquidez, imaginamos que a classe de ativos pode perder a liderança para classes de ativos como commodities, por exemplo.** Onde está o desbalanço entre demanda e oferta é que faz o preço dos contratos mais curtos. E estamos em franco processo de reabertura global em que a demanda explode em tempo real e a oferta demora meses ou anos para aparecer (ninguém cava um poço de petróleo ou uma mina de cobre da noite para o dia). E, olhando sob uma perspectiva mais histórica, no gráfico ao lado vemos que o índice BCOM teve até agora um tímido *rally* comparado ao que já ocorreu no passado.

### ÍNDICE BCOM (BLOOMBERG COMMODITY INDEX)



**Creemos que, com a Europa e países emergentes acelerando o ritmo de vacinação, o motivo que deu uma certa sustentação ao dólar no primeiro trimestre deixará de existir. Soma-se a isso o fato de um possível aumento de impostos e aumento da presença do governo nos Estados Unidos, que fatalmente deixarão de ser tão atrativos em relação a outros países. Não que**

ficarão menos atrativos, apenas não serão tão atrativos. E, como em moedas, é sempre um jogo comparativo...

**Apesar de todas as preocupações, ainda acreditamos num ambiente construtivo, de crescimento econômico, juros baixos e liquidez ampla. Porém, estamos atentos às mudanças nas acelerações dos estímulos monetários e fiscais. Como já falamos antes, cremos que estamos perto do pico de crescimento e liquidez.**





**KAIROS**  
CAPITAL

Rua Baltazar da Veiga, 634, 10º and, cj. 101/102  
Vila Nova Conceição – São Paulo – SP – 04510-001  
Tel.: +55 (11) 3135-7730 | [www.kairoscapital.com.br](http://www.kairoscapital.com.br)

A Kairós Capital Gestão de Recursos Ltda. (Kairós Capital) não comercializa e nem distribui cotas de fundos ou qualquer outro ativo financeiro. Este material não constitui em oferta de venda de cotas dos fundos geridos pela Kairós Capital e também não deve ser considerada como recomendação de investimento. Recomendamos uma consulta a assessores de investimento e profissionais especializados para uma análise específica, personalizada antes de sua decisão sobre investimentos. Aos investidores é recomendada a leitura cuidadosa do formulário de informações complementares, a lâmina de informações essenciais e o regulamento antes de aplicar seus recursos. Os fundos geridos utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Os fundos geridos estão autorizados a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. Os fundos multimercados podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos – FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. Nos fundos geridos pela Kairós Capital a data de conversão de cotas é diversa da data de aplicação e de resgate, e a data de pagamento do resgate é diversa da data do pedido de resgate. Não há garantia de que os fundos multimercados terão o tratamento tributário de fundos de longo prazo. Qualquer divulgação de informação sobre os resultados dos fundos só poderá ser feita, por qualquer meio, após um período de carência de 6 (seis) meses, a partir da data da primeira emissão de cotas. A data de constituição do fundo Kairós Macro FIC FIM é o dia 30 de abril de 2019. Este material não pode ser copiado, reproduzido ou distribuído a terceiros sem a expressa concordância da Kairós Capital.



Gestão de Recursos

Signatory of:

