

Ajuste de Expectativas

“Nunca espere demais, da sorte ou dos outros, no fim não há quem não decepcione você.”

Charles Bukowski

Em nossas cartas, procuramos discorrer sobre temas que entendemos serem relevantes para nosso horizonte de investimentos, ou sobre cenários econômicos e de mercados com os quais trabalhamos e aos quais atribuímos maior probabilidade de ocorrência. Assim, iniciamos a carta deste mês revisitando cenários que discutimos em nossa carta de junho, e, ao compará-los com o cenário atual (em especial no Brasil), você entenderá como foi inevitável a escolha da frase acima, do escritor americano Bukowski.

Começamos então com uma breve comparação.

Falamos em junho;

“É possível que estejamos no fim da pandemia (não da endemia) e em cerca de 30/60 dias, mantendo o atual ritmo das coisas, deveremos ver uma queda acentuada do número de novos casos. Se você ainda não está no grupo dos imunes, agunte firme, respire fundo e se cuide pois agora parece que falta pouco.”

Como estamos em setembro;

Parece que a previsão foi acertada e o país vive o processo de reabertura, com shoppings, bares e até estádios recebendo público. **A imunidade natural, somada a uma eficiente campanha de vacinação parece apontar para a direção de que a pandemia está mesmo terminando e que não representará mais uma restrição para a economia.**

Falamos em junho;

“Um BC subindo juros é um BC que fortalece a moeda. O último COPOM abandonou a retórica de choques temporários (última reunião) e claramente luta com os efeitos secundários das recentes altas de inflação e com uma inflação de serviços que está represada pela pandemia, mas que irá aparecer com a vacinação e liberação das atividades.

Hoje o BC enxerga a taxa terminal desse ciclo em 6.5%, que ele considera ser o nível neutro de juros. Parte do mercado já entende que ele poderá ir além disso, dado o nível atual de inflação, atividade, inércia e ociosidade e o que prescreveria a Regra de Taylor. Chamamos a atenção para o fato de que 2022 é ano eleitoral e cremos que o BC gostaria de não precisar se mover muito em ano eleitoral.”

Como estamos em setembro;

Aqui parece que a previsão, tanto nossa, quanto a do próprio BC, foi atropelada pela realidade dos fatos e já estamos falando em taxa claramente no terreno contracionista e

as previsões do mercado da taxa terminal SELIC oscilam dos 8% aos 11%, dependendo do viés do analista. Falaremos disso mais detalhadamente na sequência.

Falamos em junho;

“Um risco a ser monitorado é a possível crise hídrica, que nos levaria a um constrangimento na oferta de energia, com efeitos nefastos em preços (maior preço de energia) e menor produto. Um choque estagflacionário. O fato é que as chuvas não têm ajudado e temos um nível médio baixo de água em reservatórios do Sudeste e do Centro Oeste, de apenas 30%”

Como estamos em setembro;

Aqui a preocupação se mostrou acertada, **os reservatórios da região Sudeste e Centro Oeste estão com apenas 17% de sua capacidade e alguns reservatórios já estão no zero formal, ou seja, estão usando o chamado volume morto.** Não se tem o mapeamento de quanta água pode-se usar nesse volume morto, e estamos começando a navegar nesses reservatórios sem instrumentos. Até o momento, o governo tomou ações como o uso integral das termelétricas, a inauguração de algumas usinas a toque de caixa e o aumento do preço da energia, tanto para custear a energia térmica, quanto para desestimular o consumo. Alguns analistas do setor acham que o mais prudente por parte do governo já seria fazer um pequeno corte de carga (algo como 5%), e que com isso a chance de termos um problema mais sério em 2022 ou um racionamento maior (algo como 10% ou mais) seria bem reduzida. **Entendemos que terminaremos o período seco (até dezembro) bem perto do limite de segurança do sistema e ficaremos basicamente por conta de São Pedro. Caso o regime de chuvas fique abaixo de 70% da média histórica (como nos últimos 2 anos), teremos problemas de restrição de oferta de energia.**

Terminamos a carta de junho falando que haveria um espaço para valorização dos ativos locais (a moeda, em especial), ou seja, falamos que *“ia ter Disney”* para os brasileiros, porém alertamos que não sabíamos por quanto tempo esta porta ficaria aberta. De fato, a janela foi curta, o dólar americano chegou perto dos R\$ 4,90 por um breve período no fim de junho e depois trabalhou consistentemente acima deste valor, apesar de sermos uma moeda que oferece taxa de juros (ou *carry*, no jargão do mercado) e que está barata por várias métricas.

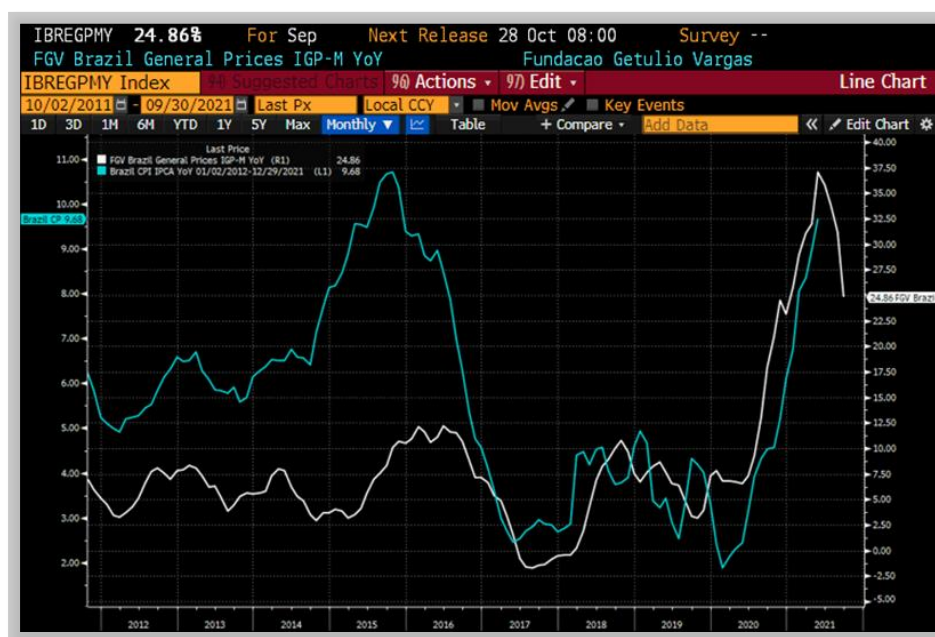
Cenário Brasil

Começamos pelo assunto inevitável, que é a inflação e a política monetária. Sim, a inflação brasileira está já na casa dos 10% nos últimos 12 meses. Se excluirmos Argentina e Venezuela da lista, só perdemos para a Turquia (19%) quando o assunto é esse. Boa parte desta elevação é explicada por itens sobre os quais a política monetária não tem controle, como alimentos (clima), combustíveis (câmbio e petróleo) e energia elétrica (clima, no Brasil). Porém, a disseminação das altas de preços destes itens para outros já se faz presente, afinal combustíveis e energia são insumos para toda a cadeia produtiva. O índice de difusão do IPCA já se encontrava acima dos 70%, na medição de agosto. É uma inflação complicada de se combater com juros, pois mais ou menos Selic não fará chover e evitar um racionamento de energia em 2022, ainda que a elevação desta taxa combata sim os efeitos secundários desses choques de oferta. Ao pensar na calibragem, tanto da taxa terminal de juros

quanto da duração da prescrição do remédio, o Banco Central também leva em consideração a atividade econômica e o nível de emprego, fato que ele mesmo observou na ata de sua reunião de setembro, como tendo ainda uma recuperação “consideravelmente abaixo” do pré-pandemia. **Dado que a autoridade monetária está combatendo efeitos secundários e de lenta dissipação em uma economia ainda convalescente, juros de menos podem desancorar as expectativas de mercado (e da sociedade) com a inflação, e juros demais podem “overkill” a atividade econômica e a geração de empregos.**

Não à toa, o mercado tem hoje uma boa divergência sobre o que seria a taxa terminal de juros. Em recente pesquisa (com gestores e economistas), uma grande corretora de mercado achou um espectro que vai de 8.00% até 11.75% para a taxa de juros no fim de 2021, com 58% dos 136 pesquisados prevendo que a taxa Selic termine o ano entre 8.50% e 9.00%. Na própria ata de setembro fica claro que o BC deseja ganhar tempo. Ele já antecipou que na próxima reunião (28/10/2021) o movimento será de mais um aumento de 1%, e que deseja olhar mais dados para decidir sobre os passos a partir da reunião de dezembro, que ficou em aberto. **O BC tem a seu favor o efeito base, dado que estamos vindo de 12 meses de elevação grande nos preços, e índices que muitas vezes funcionam como indicadores de direção do IPCA, como o IGP-M, já mudaram de direção.** No gráfico abaixo temos o desenho do IPCA x IGPM com *lag* de 3 meses. Nossa visão é que um juro nominal de 8.75% já produziria um juro real 12 meses frente (assumindo a meta de inflação de 3.5% em 2022), bem acima do juro real de 3% que o próprio BC estima como sendo o neutro. **Como os efeitos secundários são lentos por natureza, cremos que um juro nominal mais perto do que é o piso das expectativas do mercado, porém ministrado por um tempo mais longo, faria o serviço de domar a inflação em um horizonte mais amplo (até 2023) sem, com isso, punir excessivamente a atividade econômica.**

IGP-M versus IPCA: variação percentual ano contra ano, defasados em 3 meses Outubro/11 a Setembro/21



Fontes: Bloomberg, IBGE, FGV

A média do mercado financeiro, medida pelo boletim FOCUS do BC, tem reduzido suas previsões de PIB para 2022, que saiu de crescimento de 2,0% para algo como 1,6%. Apesar de o nosso número estar parecido, acreditamos que a tendência seja de baixa. **Ano que vem será um ano eleitoral, no qual as incertezas políticas tradicionalmente paralisam maiores decisões de investimentos e gastos por parte das empresas e das famílias. Teremos um ano em que a taxa de juros tornará o ambiente mais desafiador para a expansão do crédito e temos de lembrar que a população tem sofrido, pela inflação, um tremendo achatamento de sua renda real, o que inevitavelmente traz cortes no orçamento doméstico.** No gráfico abaixo, vemos a quantidade de cestas básicas que um salário-mínimo pode comprar.

Salário mínimo no Brasil sobre valor médio da cesta básica em São Paulo

Maio/02 a Maio/21



Fontes: Bloomberg, Ministério da Fazenda

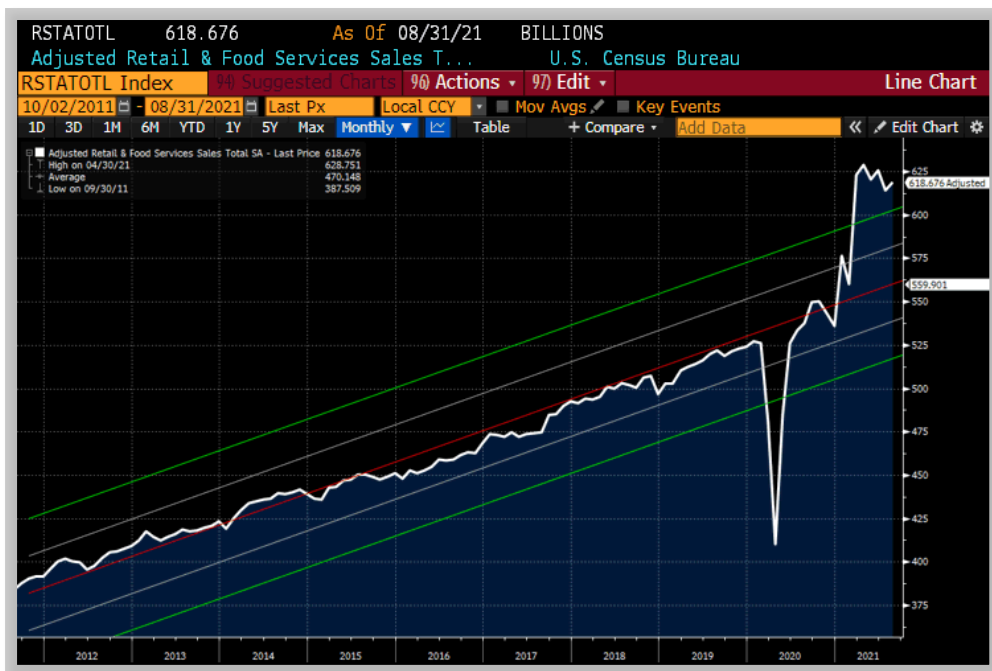
O gráfico é autoexplicativo não só da miséria econômica, mas também da dificuldade política para que o candidato incumbente se reeleja. Na ausência de uma terceira via, temos como cenário-base uma eleição polarizada entre o presidente Jair Bolsonaro e o ex-presidente Luiz Inácio Lula da Silva. Em termos de expectativas de políticas econômicas, os dois candidatos não são exatamente *drivers* positivos para os preços dos ativos financeiros. É uma eleição ainda está longe, porém já presente no nosso dia a dia. **Um governo com tantos problemas (inflação, desemprego, racionamento), infelizmente tem como reação atitudes que levam na direção de mais populismo, de mais gastos, como o encaminhamento da questão dos precatórios e, ventilando mais recentemente, uma extensão do auxílio emergencial até abril de 2022,** mesmo com a pandemia já mostrando sinais de controle e a economia aberta. **Vemos o cenário-base eleitoral como negativo aos ativos locais, porém com o cenário de cauda (terceira via) como bem positivo, embora pouco provável atualmente.**

Cenário Externo

Descrever o atual panorama global com a palavra “complexo” seria um eufemismo. Temos os seguintes eventos se desenrolando ao mesmo tempo. Nos Estados Unidos, o Partido Democrata luta internamente para aprovar dois pacotes fiscais, no valor máximo de US\$ 4,5 trilhões, tendo que evitar uma paralisa da máquina pois o limite de endividamento público foi alcançado. Na Europa, temos o Reino Unido vivendo um duplo choque de oferta, de um lado com o preço da energia disparando (pelo gás natural) e por outro uma transição mal-feita no processo de Brexit que está causando desabastecimento de combustíveis e de produtos de consumo. A China então é um caso a parte de choques sequenciais: apertos regulatórios nos setores de educação, tecnologia e imobiliário, ao mesmo tempo em que o país já enfrenta um apagão (20 províncias representando 2/3 do PIB já estão cortando energia) e as consequências disso tudo, como a iminente falência de sua maior construtora, ocorrem ao mesmo tempo. **Com tantas coisas ocorrendo simultaneamente é complicado separar o que é sinal do que é ruído.** É exatamente isso que tentaremos fazer a seguir.

A explicação comumente dada para as crises nas cadeias de suprimento diz respeito ao Covid-19, ou seja, as empresas e cadeias logísticas na pandemia tiveram sua capacidade de ofertar serviços e produtos reduzidas simplesmente pela falta de gente. Sim, isso é verdade, porém responde por apenas parte da história. **A outra parte (talvez a maior) é que o estímulo fiscal dado por diversos países (em especial os Estados Unidos) causou um salto na demanda por bens que a máquina produtiva não é capaz de atender (ainda mais em uma pandemia). Os dois gráficos a seguir explicam bem isso e, inclusive, são um o espelho do outro.**

Índice de vendas no varejo (EUA): com ajuste sazonal, em dólares Outubro/11 a Agosto/21



Fontes: Bloomberg, U.S. Census Bureau

Volume financeiro de exportações da China: em dólares

Outubro/11 a Agosto/21



Fontes: Bloomberg, Customs General Administration PRC

Quando olhamos as vendas no varejo nos EUA, vemos um acréscimo de USD 60 bi a mais por mês em relação a tendência. Ao olharmos as exportações chinesas, vemos uma demanda de USD 63 bi a mais por mês em relação a tendência. Ao olharmos em termos percentuais, vemos que um aumento 11% na demanda americana, grosso modo causou um esgarçamento de 27% na máquina exportadora chinesa.

A diferença boçal de valor do frete CH->EUA em relação ao frete EUA->CH (gráfico abaixo) explicita e confirma essa visão. E segundo a turma de logística, piora o problema, pois o navio não quer esperar nos EUA para carregar, ele corre vazio para a CH pois esse é o frete que dá retorno financeiro. Com isso o sistema logístico nos EUA vai ficando entupido (filas e mais filas nos portos de Los Angeles e Long Beach). Enquanto o consumidor americano continuar nesse ritmo (e nesse nível), o problema persiste, pois *capacity* (seja lá do que for) é demorado para construir (até explica ordens de CAPEX bombando, mas na prática são precisos vários meses para colocar *capacity*). **A pergunta relevante para atividade e inflação é sabermos quando a demanda (extremamente aquecida) dos Estados Unidos voltará ao normal?** No atual estágio das coisas, temos uma inflação cada vez menos transitória, menos produtos disponíveis, e, no limite, até uma redução de demanda ocasionada pelo fator preço. Por outro lado, os Estados Unidos, com uma demanda já quente, ainda estudam a implementação de dois pacotes fiscais de infraestrutura (física e social) no valor máximo de US\$ 4,5 trilhões em 8 anos, o que sugere que a transferência de renda durante a pandemia irá continuar em algum grau.

Valor do frete de contêineres entre Los Angeles e Shanghai: em dólares

2012 a setembro/2021



Fontes: J.P. Morgan ("Eye on the Market" – 27-Set-2021), Bloomberg

Com esse choque de demanda por seus produtos, não é de se espantar que o consumo de energia na China tenha aumentado e que os estoques de carvão estejam em suas mínimas (vide gráfico abaixo). Na China o carvão é responsável por 2/3 da matriz elétrica (algo nada ESG, não?). Claramente a questão da energia na China virou um limitador ao crescimento. **Ao olharmos todos os choques que o país está passando, não achamos absurdo que em 2022 o PIB venha bem abaixo dos 5,5% que é o consenso no mercado.** A versão oficial é de que os cortes de energia seriam para cumprimento de metas ambientais, mas, particularmente, não compramos essa tese, pois se esse fosse o único fator, o preço do carvão deveria estar caindo, e não subindo, dado que o país é o grande consumidor mundial.

Estoque de carvão da China: mensal, em toneladas

Julho/11 a Julho/21

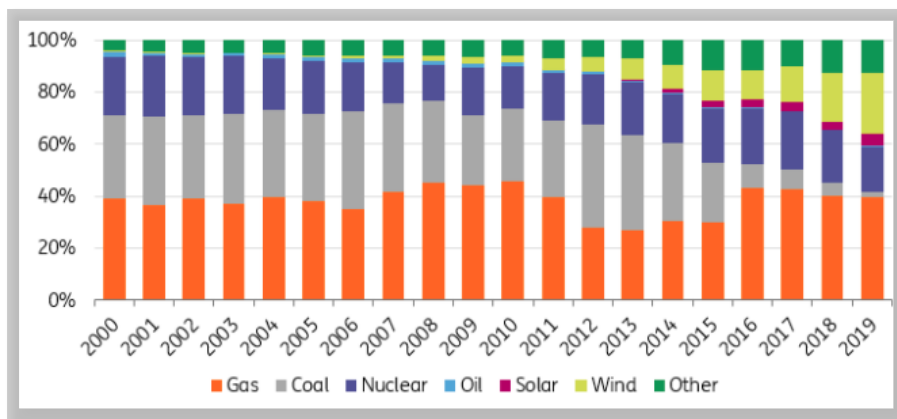


Fontes: Bloomberg, China Coal Resources

Na Inglaterra, vemos mais um caso da inflação ESG, que já alertamos aqui em cartas passadas.

O país vem lutando para limpar sua matriz elétrica e ao longo dos anos eliminou o carvão e tem acrescentado fontes renováveis, como sol e vento. Porém, o problema destas fontes é que o suprimento não é estável nem confiável, a exemplo do que ocorreu no verão com ventos anormalmente fracos, que obrigaram o país a comprar e usar mais gás natural. Abaixo, estão os gráficos da evolução da matriz inglesa, bem como dos preços de gás natural.

Matriz energética do Reino Unido: contribuição percentual por fonte de geração 2000 a 2019



Fontes: BloombergNEF, ING

Primeiros futuros genéricos de gás natural: em libras (ICE) e em dólares (NYM) Setembro/11 a Setembro/21



Fontes: Bloomberg, ICE, NYM

O grande resumo do estado das coisas é que a agenda progressista global quer ao mesmo tempo fazer uma brutal distribuição de renda (o que provoca um choque de demanda, afinal o dinheiro na mão do pobre vira consumo, enquanto na mão do rico vira poupança, em média) e fazer uma revolução “verde” com uma transição rápida de fontes de energias “sujas”, porém baratas e confiáveis, para fontes “limpas”, porém mais caras e sem garantia de fornecimento. Isso ao mesmo tempo em que o CAPEX em fontes de energias “sujas” foi drasticamente reduzido, reduzindo naturalmente a oferta dessas energias “sujas” que estão com seus preços indo para a lua. **A obtenção de tudo isso ao mesmo tempo nos parece inviável.**

Essa inflação, no fim do dia, é um imposto no bolso das populações de renda mais baixa. **Não sabemos exatamente como essas variáveis todas irão se desenrolar, porém temos a sensação de que viveremos em um mundo com mais choques inflacionários, e, por consequência, com maior achatamento de renda e com maior insatisfação das populações. O efeito disso nos ativos financeiros é algo novo (ao menos para quem não viveu os anos 70), e trará muita volatilidade, mas também muitas oportunidades para quem souber navegar com esse novo *framework* que está se desenhando.**



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

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:

