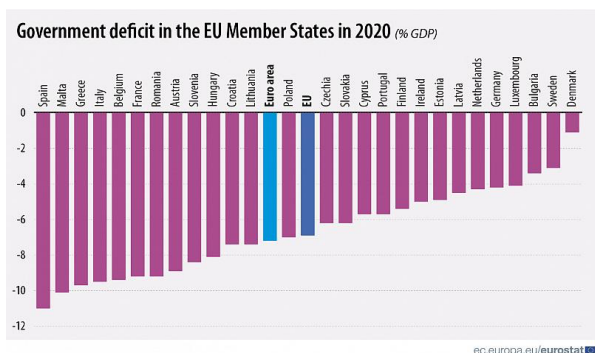


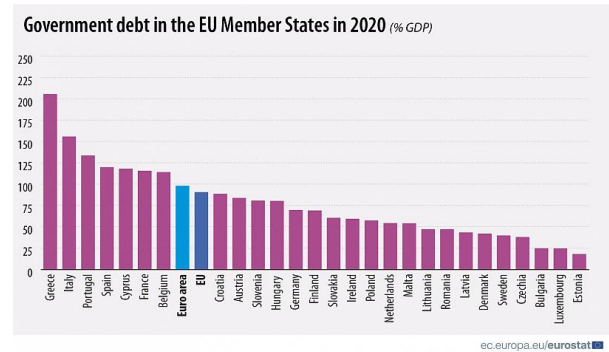
Utilizando a cartilha errada...

Por muito tempo, o Federal Reserve (FED) manteve-se alheio a alta da inflação acreditando se tratar de uma inflação transitória. Desta forma, ele ignorou os sinais de que a inflação não desapareceria e assim contribuiu para a elevação de preços, ajudado pelos incentivos de Quantitative Easing (QE) – quando o FED compra a dívida emitida pelo tesouro nacional. No final, foi a cartilha errada do FED que contribuiu para a alta de preços, isso somado ao excesso de dinheiro público usado para garantir que as pessoas ficassem em casa.

No início do governo de Joe Biden em 2020, o presidente fez algumas promessas que agora cobram o seu preço. Biden prometeu acabar com os combustíveis fósseis, impulsionar o acesso ao sistema da saúde e combater a falta de moradias populares. Portanto, foi elaborado um projeto que custou aos cofres americanos USD 1,9 trilhão em ajuda (9,1% do PIB americano) que serviria para que os consumidores ficassem em casa. Além disso, foi elaborado um programa de investimentos para reconstruir as rodovias americanas que custou USD 1 trilhão ou 4,8% do PIB. No total, a soma da ajuda americana gasta nos governos de Donald Trump e Joe Biden (sem contar o que foi gasto em investimentos), foi da ordem de 23,4% do PIB americano, catapultando a dívida pública para 143,7% do PIB. De uma forma ou outra, todos os países entraram na ganância fiscal suportada pelas compras dos seus bancos centrais. Isso fica evidenciado pelos déficits que eles demonstraram.



Isso fez com que as dívidas crescessem atingindo patamares raramente vistos. A Grécia atingiu uma dívida de 205,6% em relação ao PIB, seguido pela Itália (155,8%), e Portugal (133,6%).



Agora, por que levantar este ponto? As dívidas cairiam quando o PIB subisse, correto? Sim, mas não com a guerra da Ucrânia e o impacto que a guerra teve nos preços de energia. Diante das ameaças cada vez mais frequentes da expansão da OTAN para os países que fazem fronteira com a Rússia, os russos se sentiram compelidos a invadir a Ucrânia. Essa invasão gerou consequências para o preço do petróleo. A Rússia é uma grande produtora de petróleo e com as sanções impostas pelos EUA e a EU contra a Rússia, isso levou a elevação do preço do petróleo para patamares não vistos desde a década de 1970.

Isso nos traz de volta aos juros! Com o PIB europeu caindo por falta de gás – a Rússia é uma supridora de gás para os países da comunidade europeia - e os EUA mirado em uma recessão por causa do preço do petróleo, a dívida vai continuar subindo nesses países em relação ao PIB. Até que ponto eles vão subir os juros para trazer a inflação para o centro da meta? Com a dívida a 98% do PIB na zona do euro e a 143% do PIB nos EUA, cada ponto percentual de alta nos juros vai custar USD127,5 bilhões para os países da zona do euro e USD301 bilhões para os americanos. Se as taxas subirem para 5% isso transferiria USD 2,14 trilhões para fundos de renda fixa ou fundos de hedge globais. Uma quantidade de assustar. A taxa de inflação nos EUA atingiu 8,5% e na zona do euro atingiu 7,4%. Qual a taxa de juros que vai domar essa inflação?

O Bacen foi o primeiro a agir, mas...

Ao final de 2020, quando o Banco Central brasileiro (Bacen) foi surpreendido por uma inflação medida pelo IPCA de 1,35% ao mês, levantou-se a dúvida se a inflação seria transitória ou não. Essa era uma situação global incentivada por estímulos fiscais nos países desenvolvidos visando estimular uma recuperação sólida da atividade. No cenário local ainda se debatia o quanto a segunda onda da Covid reduziria o crescimento e o quanto o auxílio emergencial se arrefeceria, assim, retirando o jump start da economia brasileira.

Contudo, com a China demandando cada vez mais commodities e exacerbada pela desvalorização da moeda, isso levou ao Bacen a questionar se a inflação seria mesmo transitória. Percebendo que a inflação não desaceleraria, o Bacen começou a subir os juros no mês de março de 2021, trazendo os juros brasileiros de 2% para uma taxa de 13,25%. Na última reunião do Bacen, ele se questionou de quando deveria parar a alta de juros, mas no final ele se comprometeu com mais uma alta de mesma intensidade ou de menor valor.

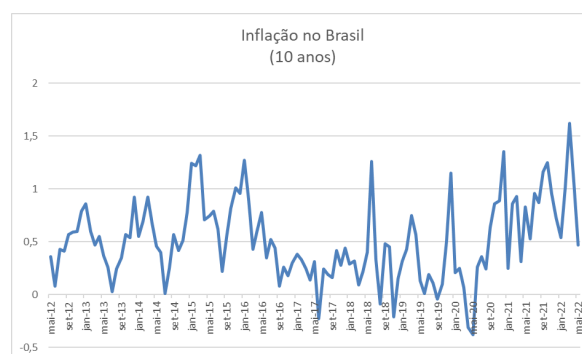
Existem diversos fatores que dificultam o trabalho do Bacen, algumas são internas: como as dificuldades criadas pelo problema fiscal do Brasil, ou pelo congresso que encontrou um caminho através de reformas constitucionais para acelerar os gastos. Mas, algumas das pressões são externas. Como a invasão da Ucrânia pela Rússia, e o subsequente banimento do petróleo russo, o que causou uma alta nos preços. A Rússia supria 34% do petróleo da Europa e 40% do gás com o início do conflito. A Europa, liderada pelos EUA, aplicou sanções. Contudo, o tiro saiu pela culatra e Rússia colocou a Europa de joelhos diante dela ao cortar o gás da Europa.

A Rússia é um grande produtor de paládio que é usado em catalizadores e conversores que afetou

a indústria automobilística. As tensões vêm também da China, com a política de Covid zero de Pequim, quando um caso de Covid é reportado na China, o partido do governo tranca a cidade e faz uma testagem em massa e obriga todos os que testaram positivo a ficarem em casa. Isso fez com que piorasse os problemas de fornecimento que afetaram diversas indústrias entre elas a de semicondutores, que desde o início da pandemia tem sido um foco de gargalo.

De toda forma, o ambiente externo continuou a se deteriorar e, agora, o problema maior é a alta de juros dos países desenvolvidos que tem o potencial de colocar o mundo em recessão, devido às fortes pressões inflacionárias. Por exemplo, na última reunião do FED, eles se abstiveram de falar em público, como sempre o fazem, a duas semanas de sua decisão de política monetária. Na sexta feira anterior a decisão do FED saíram os dados de inflação que veio bem superior ao que o mercado esperava, elevando a inflação a 8,5%. Eles tomaram a decisão e anunciaram uma elevação de 0,75% em uma taxa que, até uma semana atrás, deveria ser de 0,5%. Isso levou o mercado financeiro a cair fortemente com a reprecificação das novas taxas de juros na economia e seus impactos nos resultados das empresas.

No Brasil, o problema já está endereçado com a alta de juros que aconteceu nos últimos 15 meses o Bacen passou a frente da inflação e agora é só a dosagem fina de quando eles vão parar de subir os juros. Existem algumas premissas para o final da alta de juros mas a inflação deixou de ser um bicho de sete cabeças e não nos parece diferente dos últimos 10 anos.



Mudanças no portfólio

“A definição de VALOR não é apenas conceitual ou teórica, mas pragmático.” Esse conceito foi retirado do livro “Security Analysis” que funciona como um suporte em momentos de grande volatilidade. Com essa definição em nossa mente, buscamos optar pelas melhores opções que possam defender os investidores em momentos de grande STRESS na carteira. Por exemplo, talvez, a melhor opção seja simplesmente proteger a carteira fazendo caixa e esperando a tempestade passar. Isso implicaria que perderíamos a alta num momento de reversão da tendência de queda.

Em um mercado dinâmico existem diversas forças agindo ao mesmo tempo, são saques de fundos que acontecem há todo momento ou são posições SHORT que deprimem o preço das ações. Entretanto, para toda venda existe uma compra, isso cria uma divergência entre o seu VALOR e o seu preço mostrado na tela do computador.

Fizemos poucas mudanças na carteira. Optamos zerar as posições de M Dias Branco, não porque não acreditamos nos papéis, mas por temer que com a crise na Ucrânia o preço do trigo subiria mais do que a capacidade de aumento da empresa do macarrão e da farinha de trigo. Acreditamos que as ações estão muito baratas e optamos pela opção de comprar a empresa mais tarde quando a guerra terminar.

Vendemos também as Ecorodovias que era uma posição antiga da carteira, devido a pouca visibilidade nas renovações da companhia. Optamos por trocar as ações pelas ações da CBA, que fortalece nossa aposta no setor de commodities. Reduzimos um pouco as ações de B3, Vale, e Petrobrás para fazer caixa enquanto aguardamos que melhorem a situação na Ucrânia. Recompramos as ações da BOVA11, onde estávamos SHORT, que representa uma proxy do Ibovespa, e as substituímos pelas ações da JBS que conforme explicamos em março no último comentário do gestor. Zeramos as posições compradas em Hapvida, aguardando um melhor momento de remontar a posição.

Período	Carteira	Ibovespa	(-) Ibovespa
3 meses	-23,21	-17,88	-5,33
6 meses	-12,20	-5,99	-6,21
12 meses	-28,36	-22,28	-6,07
24 meses	-10,74	3,66	-14,40
36 meses	2,11	-2,40	4,51