

Carta de setembro 24

Inflação é sempre, e em toda parte, um fenômeno monetário...

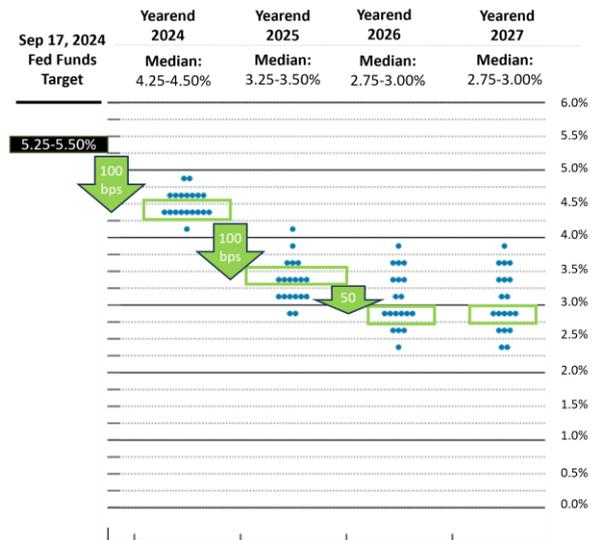
Lendo um livro de Milton Friedman me deparei com algo que me chamou a atenção. Após a conquista dos gregos pelos romanos, a moeda grega *Drachma* que mantinha, durante quatro séculos, 65 gramas de prata em sua composição, fazendo com que ela se tornasse a moeda usada na maior parte das transações dentro da Grécia e em transações com o resto da Europa e com a Ásia, foi modificada. Após a introdução das moedas de prata *Denarius*, baseada na moeda grega, e das moedas de ouro, *Aureus*, tiveram ligeira *inflação*, que naquela época era o aumento de outras ligas na composição da moeda. A entrada do Imperador Nero introduziu modificações na confecção das moedas reduzindo o ouro e a prata e aumentando outras ligas (estanho), até estão a moeda era composta em sua maioria ouro e prata passou então para até que três quartos da moeda fossem compostas de outras ligas. Isso fez com que, ao longo três de séculos, o *Denarius*, que antigamente era uma moeda de quase prata pura perdesse seu valor, sendo comparado a uma moeda de estanho.

O que isso tem a ver com as moedas tradicionais como o Euro e o Dólar? Muito!

Após os Estados Unidos da América, atingir 1,9 trilhões de déficit, representando 6,7% do PIB e atingir astronômicos 35,5 trilhões de dívida, nós nos surpreendemos com a baixa de juros pelo FED, não só pelo fato, mas pelo montante da redução, 50 *basis points*. O FED, no pronunciamento que fez após a redução dos juros, nos fez compreender que não é só a luta conta a inflação, mas também os dados com a taxa de desempregados que levaram eles a agir. Mas como assim? Os EUA estão em pleno emprego, dados publicados após o FED abaixar os juros provaram isso. Além disso, os membros do FED, plotaram suas expectativas

de como vão estar as taxas de juros nos próximos anos.

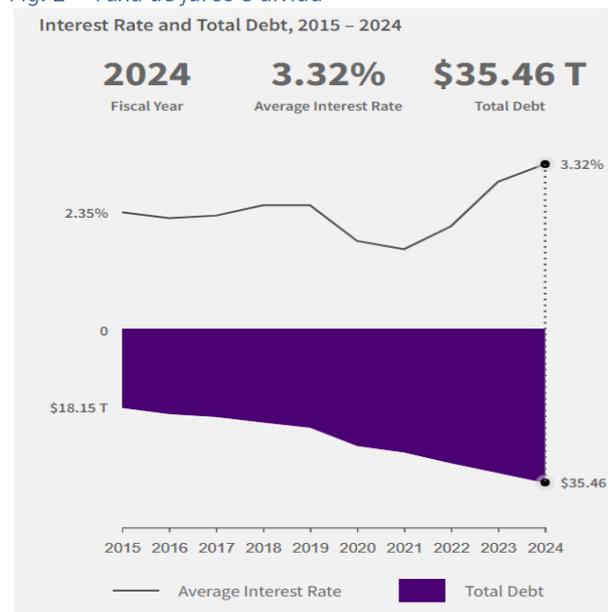
Fig. 1 – FED dot plots.



Fonte: 2024 FOMC Summary of Economic Projections

Isso nos leva a pensar em como os EUA vão sair da armadilha em que eles se encontram. Com base nos juros atuais, a dívida americana custaria USD 1,05 trilhões, com 17% do orçamento dedicado a cobrir os juros, isso superaria a alocação da defesa americana.

Fig. 2 – Taxa de juros e dívida



Fonte: 2024 FOMC Summary of Economic Projections

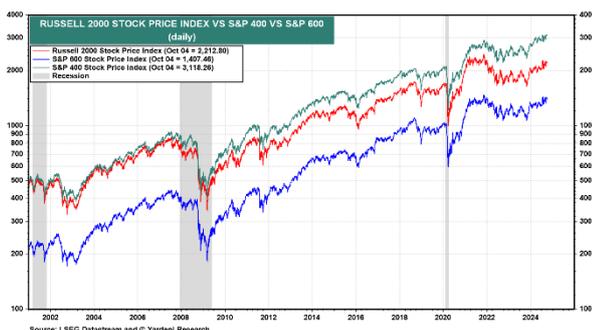
Carta de setembro 24

Já falei bastante sobre os incentivos disponibilizados pelo governo americano, que assim como Nero, imperador romano, aceleraram a economia para o crescimento, mas que não cabiam no orçamento americano. Com a disrupção das cadeias produtivas esse crescimento foi uma das causas da inflação de dois dígitos vista na mundo afora.

Com a inflação *quase* sob controle, nossa preocupação se volta para os mercados americanos. Com o início da queda de juros americana, os mercados precificariam que uma recessão não aconteceria. Mas o que aconteceria se o mercado americano continuar mostrando sua força com a economia se expandindo em trono de 3% ao ano? O FED estaria em uma situação complicada. Talvez pausando seu movimento de corte de juros. Assim, o mercado americano se manteria volátil o que poderia evitar que outros mercados emergentes reajam.

Nas últimas semanas, a perspectiva de que os juros mais baixos, o seria bom para as empresas de médio porte, que carregam juros indexados ao FED, levou a um avanço nos índices. O Russel 2000, o S&P400 que mede o avanço das MidCaps e o S&P600 que mede o avanço das SmallCaps começaram a subir na expectativa de menores juros. Mas apesar do aumento nas ações, nossa percepção é de que a queda dos juros ainda não impactou os resultados que ainda estão significativamente abaixo dos resultados de 2022. Mas de qualquer forma, isso adiará uma retomada no mercado brasileiro que é mais dependente das commodities.

Fig. 3 – Russel 2000, S&P400, e S&P600.



Europa corta os juros...

Na reunião de setembro, a Europa, optou por cortar os juros. O BCE cortou seus juros pela segunda vez, que agora estão a 3,5% a.a., e com uma projeção de mais quedas no longo prazo. O movimento era esperado, uma vez que as economias da zona do Euro têm mostrado um crescimento baixo caindo de 0,3% para 0,2%, e em alguns casos negativo como da Alemanha, que encolheu 0,1%, e uma inflação que tem se mostrado abaixo das expectativas.

A China se movimenta...

Em um movimento para recuperar os preços de imóveis, a China baixou um pacote de suporte a recuperação dos preços de moradias. Foram duas medidas, uma após a outra, que fez com que a bolsa chinesa ultrapassasse os índices americanos, com o apoio do governo chinês de alocar 500 bilhões de yuan para suportar a bolsa.

Fig. 4 – Shanghai Composite.



Fonte: Investing

Isso fez com que os preços de minério de ferro em Cingapura, em apenas três dias, avançassem de USD 94/ton. para USD 113/ton. A crise na China foi detonada pela quebra da Evergrande que levou a população chinesa a se tornar mais cautelosa com seus investimentos. Na China, a poupança é feita através de imóveis. Nos últimos anos, o governo de Xi Jinping fez diversas medidas para estancar a queda no preço das moradias, com corte nas taxas de juro, que falharam em estancar a queda no PIB

Carta de setembro 24

da segunda economia do mundo. Em geral, a queda no preço das moradias fez com que USD 18 trilhões desaparecessem da economia chinesa.

O suporte à economia chinesa vem após e FED cortar os juros e 50 bps, o que coloca em xeque o corte de juros na economia americana. Com o dólar mais fraco, as commodities tendem a se valorizar o que impactaria a inflação.

É de se esperar que a Europa, que é mais dependente da China, tome medidas mais cautelosas quanto a redução de juros, mas a Europa está com crescimento bem mais baixo que os EUA. Eu diria que a Europa está a beira de uma recessão, enquanto os EUA estão com a economia crescendo entre 2,5 e 3,0%.

E o Brasil na contramão...

Na reunião de 18 de setembro, o Brasil iniciou seu processo de alta de juros. Após permanecer cinco meses com os juros na faixa de 10,5%, o Brasil tomou uma decisão que foi contrária ao resto do mundo e elevou a taxa Selic para 10,75%.

No comunicado, o Banco Central Brasileiro ressaltou que o cenário externo segue desafiador e advertiu que a queda de juros pelos EUA suscita mais dúvidas sobre o ritmo da desaceleração em um ambiente marcado pelas pressões no mercado de trabalho. Em relação ao mercado interno, a inflação com base no cenário Focus acelerou buscando entre 4,4% e 4% num cenário relevante.

Foi um balde de água fria em um cenário tão debatido e que levou a apostas de fundos grandes, isso levou a uma desmontagem de apostas nas bolsas brasileiras, tanto na Bovespa quanto nas taxas Selic.

Mudanças no portfólio

Com a volatilidade da B3, mantivemos nossa carteira e abrimos uma vantagem até o final de agosto em relação ao índice SMALLCAPS. Lembrando nosso fundo é um fundo de SMALL CAPS, e nossa estratégia funcionou até que começaram as vendas da BRAV3. Essa empresa foi formada após e fusão da ENAUTA com a 3R PETROLEUM. Para simplificar e dar uma visão sobre o que nós esperamos dessa posição. A empresa está negociada a EV/Ebitda de 1,1x a projeção do BBI para 2025, e está negociada a um P/L de 1,5x para 2025, e com um dividendo de 17%. Essa foi a posição que mais impactou nossa performance, de total de 9% que a carteira caiu no mês 5% foi derivado dessa ação. Mas continuamos acreditando, tanto é que aumentei a posição a R\$17,1.

No último trimestre, fizemos poucas negociações, trocamos PETROBRAS (PETR3) por KLabin (KLBN11) e vendemos uma parte da SANTOS BRASIL para aumentar a BRAVA ENERGIA.

Período	Carteira	Ibovespa	(-) Ibovespa
3 meses	-5,28%	6,38%	-11,66%
6 meses	-22,17%	2,90%	-25,07%
12 meses	-5,08%	13,08%	-18,16%
24 meses	-10,73%	19,79%	-30,53%
36 meses	-12,64%	18,78%	-31,42%