

## As coisas acontecem devagar e então tudo de uma vez...

Foi assim que transcorreu o terceiro trimestre. O FED avisou que iria continuar subindo os juros nas próximas reuniões e isso desencadeou uma queda no mercado americano que pela primeira vez trouxe o índice para a região de 4.288 pontos, abaixo dos 4.450 pontos do início do trimestre. E isso é preocupante por que, pela primeira vez desde o terceiro trimestre de 2022, os investidores capitularam e agora estão migrando para o cenário do FED.

Como eu venho comentando aqui, há algum tempo, em algum ponto a visão de FED e a do mercado devem convergir, e isso não se faz sem sofrimento. Por exemplo, as taxas de juros estão acima do que elas estavam em 2006, e isso levou a quebra do ciclo imobiliário americano. O FED manteve suas taxas elevadas até 2007 quando os financiamentos imobiliários colapsaram, arrastando toda a economia americana para uma de suas maiores crises, que levou a criação do Quantitative Easing – QE.

Fig. 1 – Onde vamos parar?



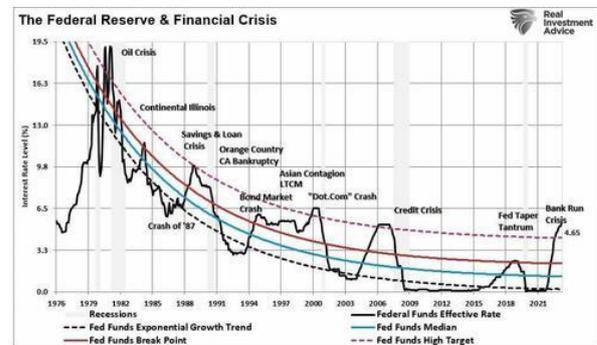
Fonte: StockCharts.com, Graham Summers

O QE é um dos maiores problemas hoje. Apesar de ter nos salvado durante a pandemia, com injeções de trilhões de dólares, ele criou problemas que persistem até hoje. Um desses problemas é o excesso de liquidez que circula na economia, e que causa desconforto nas previsões de inflação, crescimento, e no mercado de trabalho

americano, mantendo-o mais aquecido do que deveria ser.

Em algum momento algo vai dar errado. Então, o sentimento de que o FED vai acertar, trazendo a inflação para baixo sem causar maior dano na economia, o que seria o melhor dos mundos, dificilmente se concretizará. O gráfico a seguir prova que não existe uma forma correta de controlar a inflação sem que algo aconteça na economia.

Fig. 2 – Algo vai quebrar...



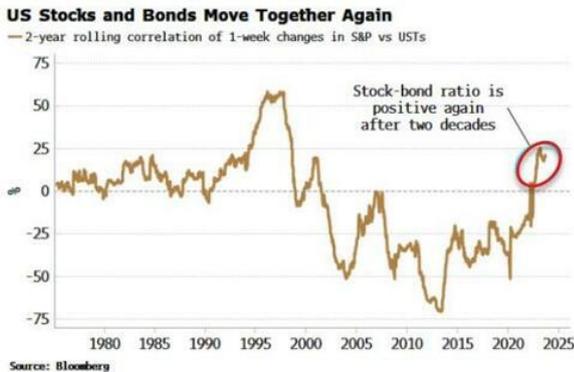
Fonte: Real Investment Advice

## Resultados vão ditar as regras...

O diferencial vai quando as empresas reportarem resultados ruins, enquanto eles se mantiverem resilientes postando resultados que surpreendam, a bolsa vai continuar performando. Em uma recente reportagem, eu ouvi uma estrategista falando que as empresas quando esperam resultados ruins – ou abaixo do projetado – elas atrasam seus resultados publicando-os em uma semana em que diversas empresas reportam, esperando assim passar incólume por um resultado ruim. Mas, o principal vai ser o *guidance* se for muito negativo isso pode levar a um sell-off na bolsa como o que estamos vendo agora. Mas, o sell off da bolsa é um ajuste de risco (Ke) e não de resultados.

De fato, a correlação entre ações e títulos de renda fixa tornou-se positiva novamente após duas décadas e isso causou uma perturbação entre gestores, que carregavam um portfólio de 60/40 entre ações e títulos de renda fixa.

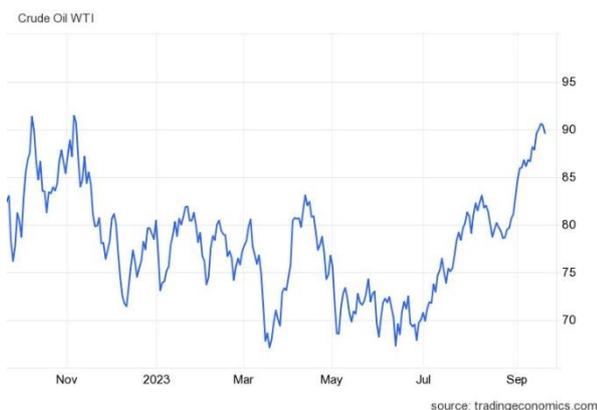
Fig.3 – Correlação



## A inflação na Europa começou a ceder...

A inflação na Europa cedeu a seus níveis mais baixos, em setembro, para 4,3%. Desde 2021, a inflação estava pressionada pela falta de componentes e pela guerra da Rússia que invadiu a Ucrânia em fevereiro de 2021, interrompendo o fluxo de petróleo para a Europa. Depois de subir a taxa de juros europeia para 4,0% vindo de -0,5%, a inflação deu sinais de queda.

Fig. 4 – Barril de petróleo continua em alta



Uma parte da inflação são os preços das commodities, que cederam bastante nos últimos meses. Principalmente o petróleo com o WTI que veio de patamares acima de USD90/bbl em novembro de 2022 para patamares de abaixo de USD70/bbl em maio. Isso foi em grande medida a venda de petróleo das reservas estratégicas dos EUA para controlar os preços do barril e asfixiar a

Rússia que tem no petróleo e no gás natural suas principais commodities de exportação. Mas no terceiro trimestre o petróleo retomou sua tendência de alta devido a restrição que a Arábia Saudita impôs voluntariamente.

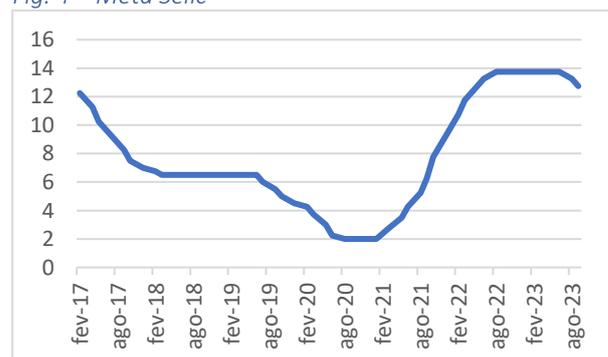
A desaceleração da China ajudou um pouco, mas os outros produtos continuam elevados. O minério de ferro continua em níveis altos na faixa de USD110/ton. O que me parece é que a demanda por commodities da China é mais robusta do que o setor de casas, que passa por problemas com a quebra da Evergrande.

*Aumento de juros na Europa  
começou a derrubar a inflação*

## O BACEN reduziu em 50bps...

O Banco Central Brasileiro – Bacen – cortou nas duas últimas reuniões 100bps da taxa de juros brasileira e deu a entender que a Selic vai terminar o ano de 11,75%. Apesar do ambiente incerto das taxas americanas e europeia, e com os bancos centrais do mundo determinados em buscar suas metas para a taxa de inflação, o comitê definiu que as taxas de inflação do Brasil estavam ancoradas dentro do cenário de referência do Bacen. Assim, abriu-se um espaço para começar o corte de juros no Brasil. Mas, o Bacen alertou que existem cenários de risco em ambas as direções, devido ao desarranjo institucional brasileiro com a não aprovação de novas receitas pelo governo, o que coloca em risco as perspectivas de inflação futura.

Fig. 4 – Meta Selic



## Mudanças no portfólio

Acreditamos que a bolsa está em seus menores níveis, então buscamos diversificar a carteira com apostas em segmentos que acreditamos. Por exemplo, reduzimos as posições em SANTOS BRASIL, que se aproximou muito de seu preço alvo, embolsando ganhos superiores e 90%. Reduzimos a posição de MILLS para aumentar nas ações de POSITIVO, que eu acredito que deve reportar resultados bons no médio prazo.

Na parte de commodities, eu me desfiz de CSN e concentrei minhas posições em VALE, simplesmente por menos risco, uma vez que a CSN, uma vez pago o dividendo, mostrou um

potencial menos certo de vendas e resultados. Optei por zerar minhas posições em NATURA trocando por ALPARGATAS. Também zeramos as posições em BRASKEM e as trocamos por ELETROBRÁS por uma posição mais defensiva da carteira.

Estamos sofrendo com as taxas de juros elevadas que prejudicou o comércio que sempre foi uma aposta minha, mas mantemos nossa convicção de que dias melhores virão pela frente. Nosso maior erro foi manter uma posição SHORT em PETROBRÁS que subiu muito além do índice. Mas nos adequamos, zeramos a posição SHORT e montamos uma posição defensiva para nos proteger porque a alta da PETROBRÁS criava um problema nas posições vendidas em BOVA11.

| Período  | Carteira | Ibovespa | (-) Ibovespa |
|----------|----------|----------|--------------|
| 3 meses  | -3,69%   | -1,29%   | -2,40%       |
| 6 meses  | 10,11%   | 14,41%   | -4,30%       |
| 12 meses | -5,96%   | 5,93%    | -11,89%      |
| 24 meses | -7,97%   | 5,03%    | -13,01%      |
| 36 meses | 9,30%    | 23,21%   | -13,91%      |