

A dificuldade que a Europa está enfrentando com a energia...

Durante anos, a Alemanha queimou gás natural russo, que era entregue através do gasoduto Nord Stream 1, da russa Gazprom. Quando houve uma intensificação da guerra econômica, com a Europa prometendo criar um teto para o petróleo russo, e a Rússia respondendo que nenhum gás vai ser entregue a Europa a não ser que todas as sanções fossem retiradas. A Europa descobriu em que enrascada ela se meteu, quando resolveu dar apoio incondicional a Ucrânia.

A explosão do gasoduto da Rússia, que era compartilhado pela Europa, secou a fonte de gás dos alemães e vai levar a uma guerra econômica sem precedentes levando a Europa a um estagflação com preços de energia estratosféricos. A Alemanha já havia entrado com uma proposta de subsídio para as contas de gás de EUR 65 bilhões, e isso vai somar a uma dívida que ronda 70% do PIB. A proposta de subsídio vai custar 1,6% do PIB. Se isso se espalhar para outros países como a França, Espanha, e Itália, isso se tornará uma bola de neve com repercussões talvez fatais para o Euro.

Tomemos o exemplo da Itália. Em 2021, a Itália tinha um PIB de 2,1 bilhões de euros e uma dívida de 151% do PIB. Com a Rússia suprindo 40% do gás natural italiano, quanto a Itália poderia suportar de auxílio se hoje ela gasta com o seu governo 56% do PIB? Não sei dizer ao certo, mas a Europa está vivendo na terra do faz de contas, a projeção de crescimento da Alemanha, em 2023, está projetada em 2,5% enquanto a inflação está em 2,1% para 2023. Mas, enquanto os governos disputam com a Rússia quem tem razão, os cidadãos se deparam com contas impagáveis de energia. As variações nas tarifas de eletricidade demonstram esses efeitos, por exemplo, em algum momento durante o mês de setembro, no Reino Unido, essas tarifas explodiam subindo mais de 147% no ano para depois cair fortemente, ao mesmo tempo na Alemanha subiam 174%, na Itália, 207% e na França, 413%. Esses recursos vão

ter que ser retirados do consumo, colocando o crescimento desses países numa espiral de queda.

Vai levar a uma alta de juros...

Com a disparada dos preços de energia a inflação ganhou força, agora a Europa vai ter que se deparar com o que é mais importante controlar a inflação ou mergulhar em recessão. Me parece que a inflação se tornou mais importante, com o BCE - Banco Central Europeu - comunicando que a inflação ganhou a disputa e implementando uma alta de taxa de juros subiu 0,75%.

A alta de juros atingiu 1,25% a.a., mas isso é muito pouco! Com a inflação atingindo 9,1% em agosto no acumulado de 12 meses, ainda falta uma grande parcela de alta de juros para que a inflação realmente desacelere e volte para o número mágico de 2%. Nas projeções do BCE, a inflação está projetada para acabar o ano de 2022 em 8,1%, caindo para 5,5% em 2023, e para 2,3% em 2024. Se isso se confirmasse a inflação só buscaria a faixa de um pouco acima de 2% em 2024, o que seria catastrófico para a economia.

Desta forma, o BCE vai ser compelido a subir os juros nas próximas reuniões para que as taxas venham a se aproximar de seu target de 2%. Com isso a economia vai desacelerar e provavelmente apresentará uma recessão no próximo ano. A alta dos preços de energia vai forçar a Europa a escolher entre: apresentar uma frente unida de resistência à invasão da Ucrânia pela Rússia; ou capitular. Algumas fissuras começam a aparecer.

Isso nos traz de volta a uma decisão crucial na guerra entre Rússia e Ucrânia, em 27 de março do corrente ano, o presidente Zelensky teria dito que a solução da guerra seria “a paz e restauração da vida normal das pessoas em seu estado normal o quanto antes.” Ele se referia a uma tentativa de paz, negociada junto a Turquia que é um membro da OTAN, quando eles concordaram em 15 pontos para terminar a guerra, que no momento já durava um mês. Isso carregaria uma implicação terrível para a indústria bélica europeia e americana; por que terminar com a guerra onde a indústria bélica

estava vendendo com garantia de recebimento? Quem paga pelos armamentos são os cidadãos europeus e americanos, não o governo que é responsável pela guerra.

E isso vai afetar todas as economias do mundo...

Diante da resistência americana em terminar a guerra e, assim, impor uma catástrofe maior a Rússia, que terminaria a guerra com uma economia ostracizada pela guerra e pronta para implorar por recursos. Os Estados Unidos subscreveram uma crise maior ainda e que vai levar o mundo a beira de uma recessão e que terá implicações globais.

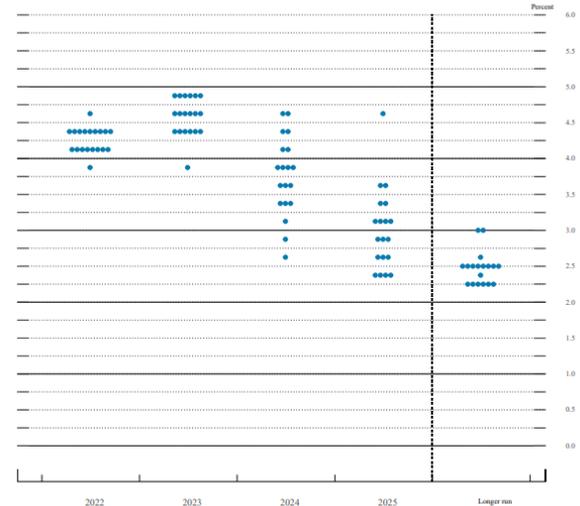
De fato, as implicações para a economia são de uma inflação com características de oferta e não de demanda. Para combater uma inflação de demanda o lógico é subir os juros até um ponto em que a demanda caia e os preços parem de subir. Mas, em uma inflação de oferta isso pode não ser verdade. Assumindo que a oferta de óleo/gás é restrita, os produtos vão subir até onde houver pagadores dispostos a consumir óleo/gás, vide a situação europeia, e isso vai causar um nó na política de juros europeia e americana.

Em sua reunião de política monetária, o FED – Federal Reserve Bank – disse que ele se manterá suficientemente restritivo para controlar a inflação. Traduzindo: ele vai apertar o quanto tiver que apertar para reduzir a inflação a um nível de 2%. Se a previsão do FED estiver correta, isso faria com que a taxa de juros subiria até a faixa de 4,25% ou 4,5% em 2022 e continuaria a subir até atingir entre 4,5% ou 5,0% em 2023. Mas isso seria suficiente para controlar uma inflação de oferta?

Com a economia com alto grau de emprego e tendo de lutar contra uma inflação de oferta e não de demanda, o FED teria de subir os juros e segurá-los altos por um bom tempo, e conseqüentemente, causando uma recessão nos Estados Unidos e com isso provocando uma elevação na taxa de desemprego.

Fig1 - Visão da taxa de juros americana

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate

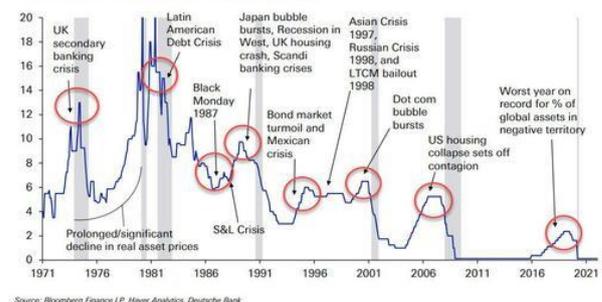


Em minhas leituras, eu me deparei com um texto, no Zero Hedge, “The scariest paper of 2022...” onde eles relacionam porque o FED vai subir a taxa de inflação de 2% para 4% e o quanto isso vai causar de caos nos mercados de risco. Após se cansar de subir os juros para controlar uma inflação de oferta, o FED deverá indicar que a melhor escolha seria mudar a taxa de inflação que eles deveriam perseguir.

No mesmo texto, o autor defende que um “hard landing” seria inevitável, e que desde 1913 toda alta de juros resultou em recessão. Assustador!

Fig2 – No final o FED sempre causa uma recessão

Federal Funds Rate, annotated with crises



Source: Bloomberg Finance LP, Haver Analytics, Deutsche Bank

Isso afeta o Brasil, mas menos do que o esperado

Na reunião do Banco Central, o comitê de política monetária considerou que o cenário continua adverso citando a desaceleração do mercado chinês e destacando que o mercado de trabalho americano vai continuar a pressionar o FED a elevar as taxas de juros. Dito isso, o ambiente inflacionário, apesar de uma visão mais branda no último relatório de inflação, seguia desafiadora.

Apesar do PIB mostrar um crescimento acelerado com crescimento tanto no consumo quanto no investimento, o COPOM decidiu por manter as taxas de juros constantes, sem alteração. Isso levou a um boom nas ações de consumo e varejo com altas expressivas. *(Nós capturamos uma parte dessa alta.)*

Como havíamos dito antes, na carta do gestor de mês de junho, o COPOM começou a subir os juros no mercado doméstico no ano passado o que levou a uma queda na bolsa doméstica, enquanto no resto do mundo ainda havia o QE – expansão de moeda - com as bolsas de valores mostrando novos recordes de alta. Mas, agora, com a alta de juros externa a reversão se faz presente com a bolsa de valores mostrando uma performance acima das bolsas dos países desenvolvidos.

Mudanças no portfólio

Com esse cenário conturbado delineado acima, fizemos poucas mudanças no portfólio com revisões pontuais na carteira. Reduzimos a VALE, não por considerar que as ações não apresentavam valor, mas por considerar que havia mais ações com preços atrativos e que mereciam nossa atenção. Usamos uma parte dos dividendos para recomprar nossa posição SHORT em BOVA11. Fizemos um short em AMBEV devido aos seus resultados estarem superestimados devido ao crédito de ICMS.

Reduzimos as posições em METALÚRGICA GERDAU e CBA, para aumentar as posições em varejo devido à expectativa de ganhar com a taxa de juros estável. Reduzimos também as ações da MULTIPLAN pois acreditamos que elas se aproximaram de seu preço intermediário.

Reduzimos também as ações da AMBIPAR devido a taxa de juros alta que prejudica o desempenho das ações. Com o dinheiro levantado compramos NATURA e reconstituímos nossa posição de VIA (VIA VAREJO) que havia caído para preços que achávamos atrativos. Aumentamos as posições em BRASKEM, e remontamos a posição de ENAUTA, mas com uma participação menor na carteira.

Período	Carteira	Ibovespa	(-) Ibovespa
3 meses	19,56%	11,67%	7,90%
6 meses	-8,19%	-8,30%	0,11%
12 meses	-2,14%	-0,85%	-1,29%
24 meses	16,23%	16,31%	-0,09%
36 meses	2,73%	5,05%	-2,32%