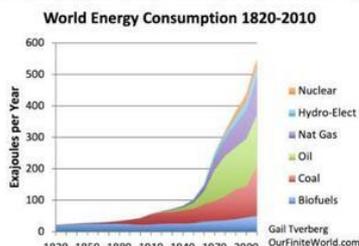


Vivemos em tempos difíceis...

Entre as minhas muitas leituras, eu me deparei com um texto escrito por Gail Tverberg que dizia em “COMO AS FINANÇAS NÃO VÃO SER CAPAZES DE RESOLVER OS PROBLEMAS DO MUNDO DESSA VEZ” (why financial approaches won't fix the world's economic problems this time), no texto ela discorre sobre a falta de energia que há no mundo e de como a Europa está em desvantagem perante outros. Os europeus, ao invés de ter consciência de suas limitações, ditam ao mundo sobre como é importante, para evitar mudanças climáticas, impedir o uso de combustíveis fósseis para produção de energia. Como se fosse fácil evitar o uso de combustíveis fósseis para geração de energia, para exemplificar de uma olhada no uso de combustíveis abaixo.

Fig. 1 – Uso de combustível global

Physics view of the economy says that the growing supply of affordable energy is the foundation of economic growth



Data Sources: Vaclav Smil, *Energy Transitions: History, Requirements and Prospects* and BP *Statistical Review of World Energy*

O mundo precisa de combustíveis fósseis para crescer. E isso nos traz ao Brasil. Durante a gestão do Presidente Bolsonaro, a Petrobras passou de um déficit de R\$34,8 bilhões ao ano em 2015 para um lucro de R\$165,8 bilhões segundo a previsão do analista do Bradesco para 2022. Foram mudadas as regras que deixaram de ser partilhas, onde a produção é dividida entre empresa e o Governo, para concessões, onde é pago um royalty para o Governo. Refinarias foram vendidas e foi feito um farm-out dos poços que já haviam sido descobertos e estavam produzindo, liberando assim recursos para a prospecção. Nós nos desfizemos de nossos investimentos em Petrobrás no final do primeiro turno das eleições, mas montamos uma trava de alta para o caso de

Bolsonaro ganhar as eleições, que infelizmente deu errado.

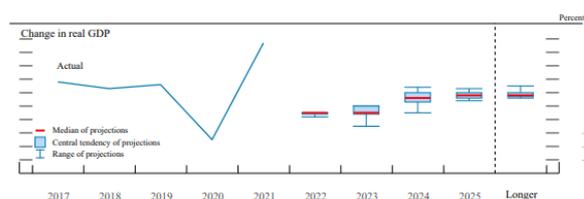
O BCE reduziu as altas de juros...

Na última reunião do Banco Central da Europa – BCE, a presidente, Christine Lagarde, subiu os juros em 0,5% disse que outras altas de 50 bps aconteceriam até que a inflação voltasse ao patamar de 2%. Desta forma, as taxas subiram para 2,5%. Da forma como está a taxa de juros dá um retorno negativo de -5,9%, assumindo que o ano deveria fechar com uma inflação de 8,4%. Em novembro de 2022, a inflação fechou em 10,1% na Europa. Embora não haja reajustes automáticos de preços na Europa, a taxa de juros deveria estar acima da previsão de inflação que é projetada em 8,4% para 2022 e 6,3% em 2023. Para evitar uma fuga do Euro, a Europa precisa, em algum momento, anunciar que vai pagar um juro real. Caso contrário, o dólar vai acabar se valorizando contra o Euro e arrastando todas as moedas de países emergentes para baixo. Isso vai ser crítico para o Brasil, o BTG Pactual no final do ano projetou que as taxas de juros no Brasil não vão cair tanto quanto eles projetavam anteriormente ficando em 12,75%, e a moeda vai se desvalorizar para R\$5.30 para USD 1,00.

A alta de juros nos EUA parece que vai dar certo...

O Federal Reserve Bank – FED – aumentou os juros em 0,5% em sua última reunião de 2022 para 4,5%. Nas projeções do FED, uma recessão poderia ser evitada, tomando pelas projeções abaixo onde a parte baixa das projeções ficaria acima de -0,5% e na parte superior a economia cresceria 1,0%.

Fig. 2 – Projeções do FED

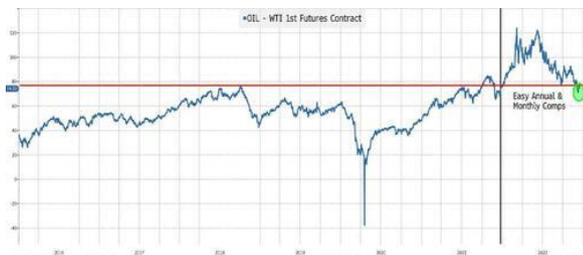


Apesar de eu não ser um economista, eu continuo a acreditar que, desde 1913, um movimento acelerado de juros sempre terminou em recessão. Vamos esperar para ver.

Mas não o suficiente para evitar uma recessão...

Desde que os EUA se envolveram em uma guerra de suporte a Ucrânia, o petróleo tem se mantido acima de USD 80/barril. Em um estudo publicado por Peter Tchir chamado em uma tradução livre "PORQUE ESSE ERRO DE POLÍTICA VAI SER PIOR DO QUE DA ÚLTIMA VEZ" existe uma chance de que os EUA estejam caminhando para uma deflação no 1T23. Existe um efeito atrasado entre as altas de juros e o petróleo. O petróleo é importante porque ele influencia todas as compras que fazemos de alimentos a roupas. Uma das grandes vantagens de ser negociado abaixo de USD 80/barril é que ele impacta diretamente os custos de transporte.

Fig. 3 - Petróleo – Nem bom, nem mal



Agora, o que nos deixa com uma pulga atrás da orelha é a correlação que a bolsa tem com o petróleo. Apesar das ações de tecnologia representarem uma significativa porção no índice S&P500 a correlação se manteve alta.

Fig. 4 - Correlação assustadora! S&P500 e WTI Oil

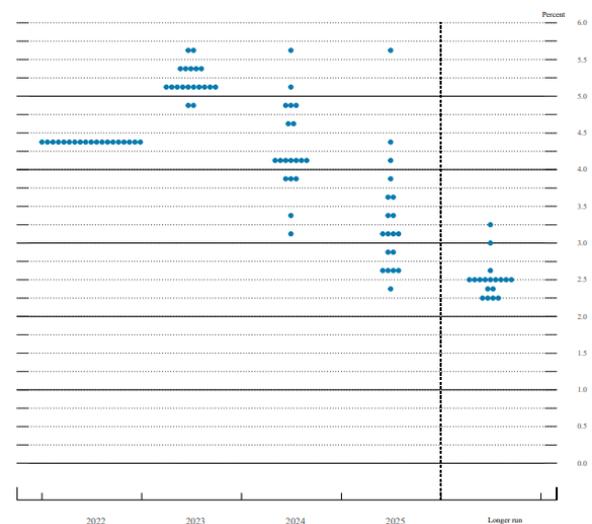


Se você lê os dados da inflação que se apresentam, um poderia achar que a inflação jamais voltará a meta de 2%. Mas, talvez, nós estejamos todos enganados. Existe uma corrente que diz que a

destruição da classe média americana pode nos levar a uma deflação. Por exemplo, a gerência americana responde por 6,3% da força de trabalho, mas por 13,4% da renda e há uma pressão enorme corte de custos. O quanto disso é verdade, eu não sei, provavelmente são pessoas defendendo suas posições, mas se houver racional por trás delas a taxa de juros do FED pode parecer como um erro catastrófico.

Fig. 5 - 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



Isso nos trás de volta ao Brasil...

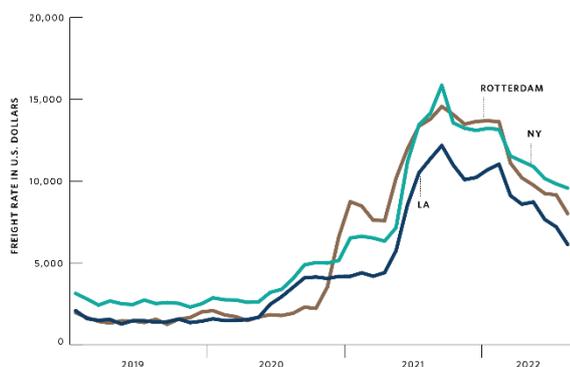
Em comunicado em dezembro de 22, o Banco Central Brasileiro – Bacen – optou por manter a taxa de juros em 13,75%, mas alertou para “a conjuntura, particularmente incerta no âmbito fiscal, requer serenidade na avaliação dos riscos.”

De fato, um aspecto me chamou a atenção, no comunicado o BACEN destacou que ele considera uma queda em moeda local dos preços de commodities internacionais. Isso se alinha a minha desconfiança nos preços que vem da China. Apesar da China alegar que está tudo bem com as commodities, talvez, a China não esteja dizendo a verdade.

Essa é uma das razões de nos mantermos neutros em nossas alocações em commodities.

Fig. 6 – Custo de container de Shanghai

FIGURE 1
Container Shipping Costs From Shanghai



SOURCE: Drewry; MacroMicro

NOTE: Cost per 40-foot container

Mudanças no portfólio

Diante desse cenário difícil fizemos algumas alterações na carteira. Eu zerei minha exposição de Petrobrás devido a possibilidade de vitória de Lula, como acabou acontecendo. Quanto a JBS, eu também zerei nosso short com um ganho

expressivo, mas que não foi suficiente para eliminar a perda na carteira como um todo.

Eu reduzi MILS3 e STBP3 com ganhos significativos, também reduzi os papéis de NTCO3, UGPA3, BRKM5, CBAV3 e VIA3. Reduzi os papéis de UGPA3 que estava contra ABEV3 com uma pequena perda. Zerei as ações de MEAL3 por não conseguir replicar seu cashflow.

Desta forma, eu busquei fazer caixa em algumas ações para nos preparar pelo que vem pela frente. Nossa opinião é que o novo governo não é tão comprometido com superavit e vai levar um certo tempo para se comprometer em reduzir a dívida pública.

Eu terminei o ano com 22,5% de caixa, esperando novas quedas para adquirir ações que eram performar bem no futuro. Dentre nossas aquisições estão as ações de ALPA4 e de MOVI3.

Período	Carteira	Ibovespa	(-) Ibovespa
3 meses	-6,31%	-0,27%	-6,04%
6 meses	12,45%	11,36%	0,65%
12 meses	-1,66%	4,67%	-6,35%
24 meses	-1,22%	-7,80%	6,58%
36 meses	-23,26%	-5,11%	-18,15%