

Carta do time de gestão – novembro de 2024

Visão Macro

Em meio a muita desconfiança dos mercados e após muito atraso, o governo brasileiro divulgou em novembro um novo pacote fiscal visando conter o ritmo de expansão de alguns gastos obrigatórios. Dentre as medidas, estão uma adequação na regra de reajuste do salário mínimo para que fique dentro dos limites do arcabouço fiscal, uma redução progressiva do valor de salário de elegibilidade para o trabalhador conseguir acessar o abono salarial, uma tentativa de focalização maior do BPC (Benefício de Prestação Continuada) e do Bolsa Família, um pequeno aperto das regras de aposentadoria dos militares, um aperto nos gatilhos de proibição de novos subsídios (que agora ocorrerá em caso de déficit primário) e alguns outros pontos menores. O governo fala numa economia de 70 bilhões de reais em 2 anos, mas, como muitas medidas envolvem grande subjetividade nas contas, os agentes do mercado olham esse número com bastante ceticismo.

Além disso, o governo tomou a decisão desastrosa de anunciar justamente com o pacote de contenção de despesas uma proposta de reforma do imposto de renda que foi muito mal-recebida pelos mercados. Por mais que se esperasse essa reforma em algum momento no ano que vem, ao anunciá-la junto com o pacote de contenção de despesas o governo priorizou muito mais o lado político (inclusive no formato televisivo do anúncio) do que o tão necessário lado da austeridade fiscal. Por mais que o governo diga que a proposta é neutra do ponto de vista arrecadatório, os analistas entendem que as compensações serão muito mais difíceis de serem aceitas pelo Congresso do que as benesses, o que deixaria um rombo em potencial no caminho. Esse assunto será debatido pelo Congresso apenas ao longo de 2025 e há muitas dúvidas se tem condições políticas de ser aprovado com as compensações e, caso não seja, se o Executivo insistiria ou não em levar adiante o projeto mesmo com impactos fiscais potencialmente negativos.

Em nossa visão, o governo nunca teve a intensão de resolver de forma definitiva todos os problemas estruturais de expansão de gastos públicos no Brasil com esse pacote, mas apenas tentou fazer uma ponte que levaria a atual administração até 2026, quando haverá eleições presidenciais. Até agora tem falhado miseravelmente em atingir esse objetivo e a chance de uma crise que atinja o (até agora) bom desempenho da economia real está crescendo, o que seria muito ruim eleitoralmente para a atual administração.

O superávit primário necessário para estabilizar a relação dívida pública sobre o PIB no Brasil está acima de 2% e o governo atual jamais cogitou levar o resultado primário para esses níveis. Enquanto o cenário era de queda de juros, o mercado foi empurrando esse problema com a barriga, mas agora, com juros reais curtos caminhando para 8-9%, seria premente para o governo fazer um ajuste fiscal muito maior para recuperar credibilidade de forma sustentada. Na ausência desse ajuste, os mercados locais tendem a flutuar adiante ao sabor dos ventos externos, valuations baratos e das perspectivas para as eleições de 2026 (quando um novo pacto fiscal poderá enfim ser formado).

Nos próximos meses, a performance dos ativos locais ainda pode ser ajudada por um possível refluxo dos “Trump trades” que observamos em outubro, já que as indicações de Trump para os cargos econômicos até agora corroboram a tese de um governo bem mais responsável fiscalmente e menos errático também na questão das tarifas comparado ao Trump I. Desde as eleições em 6 de novembro, o juro longo americano fechou cerca de 20 bps, movimento na contramão do que o mercado esperava dado o resultado eleitoral. A visão caricatural dos mercados em relação à próxima administração Trump pode estar sendo exagerada e isso, associado a uma provável continuação da trajetória de queda dos juros curtos americanos nos próximos

trimestres, tende a colocar um pano de fundo melhor para ativos de países emergentes, que seguem muito depreciados.

Não só o Brasil, mas Chile e Argentina também podem ser beneficiados por esse quadro. O Chile acabou de passar por eleições regionais onde a esquerda caiu de 14 para 9 governadores no país, de 75% para 32% dos prefeitos e de 65% para 45% dos vereadores, o que sinaliza uma provável mudança de governo também nas eleições presidenciais de 2025. Com preços que seguem, no geral, bastante atrativos, o Chile continua sendo uma das principais posições da nossa carteira para os próximos meses.

No caso da Argentina, não só Milei vai tendo sucesso nos ajustes internos ambiciosos pelos quais o país tem passado, mas nas últimas semanas ele tem sido elevado também a uma posição de destaque na geopolítica mundial, especialmente após a vitória de Trump (seu parceiro) nos EUA. Isso é importante para aumentar o otimismo do investidor externo com o país. Outro fator interessante é que a popularidade do governo voltou a subir, mesmo com ajustes fiscais duros sendo implementados, o que dá mais fôlego para o governo seguir adiante no caminho correto de ajuste fiscal, controle inflacionário e liberalização da economia.

Performance dos fundos

Exploritas Alpha América Latina

O Exploritas Alpha teve desempenho negativo de 9,17% no mês, com perdas na parte macro Brasil de 452bps e perdas no book comprado em ações de 689 bps. Na parte short tivemos contribuição positiva de 128 bps apenas. Do lado macro as maiores perdas foram ligadas ao cambio onde perdemos 324bps no mês com o BRL perdendo 6,2% contra o dólar no mês. No que tange a juros tivemos contribuição negativa de 132 bps. Em ações o destaque negativo foram os papéis ligados ao mercado doméstico brasileiro como Serena (ticker: srna3) que caiu 24% durante o mês. Outra posição relevante onde tivemos perdas foi em Arcos Dourados, que contribuiu negativamente com 100bps para o fundo. Seguimos acreditando na resiliência desses papeis, e apesar das dificuldades político/econômicas que vemos no Brasil, acreditamos que os preços refletem boa parte desse mal humor e temos convicção que nesses momentos o mais recomendado é ir acumulando tais posições.

Do lado positivo tivemos o book de bonds que contribuiu com 119 bps positivos para o fundo no mês, chegando a 1352bps de contribuição positiva no ano sendo que 80% disso vindo de posições na Argentina.

Exploritas Latam FIA

O Exploritas FIA teve perda de 650 bps durante o mês, com destaque negativo para ações Brasil também, com Serena e Arcos Dourados representando 220 bps de perdas. Na parte macro tivemos perdas de 250 bps em cambio, parte disso com o hedge de posições dolarizadas como bonds, que, por sua vez, contribuíram com 226bps. Por último tivemos contribuição negativa em juros em 159 bps, mudamos nossa posição de juros nominal para juros real no Brasil.

Posicionamento dos fundos

O Exploritas Alpha está com posições net compradas em ações na América Latina ex Brasil. No Brasil temos posição comprada em equities via opções para início do ano que vem. Na parte macro vemos o BRL com nível bastante atrativo e carregado alto, mas preferimos fazer esse carregado via juros real e não nominal, dado que um dos principais riscos para o preço do BRL é a inflação e o carregado via NTNFB protege parte desse risco. Ainda em

equities nossa maior posição continua sendo em Chile com 23% mas aumentamos também posição no Peru via bancos, onde temos 6,1%. Temos posição comprada em proteção contra queda do índice americano.

Acreditamos que momentos como o atual, com preços deslocados, são oportunidades para acumular posições que passem pela tempestade e nos ajudem a gerar retornos no médio prazo. Enxergamos preços bastante fora de lugar e castigados, com nível de desconfiança e desânimo elevados. Acreditamos porém que boa parte desse cenário adverso já está precificado nos ativos.

Como sempre, estamos disponíveis para maiores esclarecimentos.

Time Exploritas

