

## Carta do time de gestão – dezembro de 2024

### Visão Macro

O ano de 2024 terminou com os ativos latino-americanos em níveis extremamente depreciados, próximos ao patamar de meados de 2020, durante a pandemia. O MSCI Latam (principal índice de ações da América Latina) caiu -27% no ano, a pior performance da região desde 2015. O grosso dessa performance ruim veio de Brasil e México, que tiveram quedas parecidas em dólares no ano. No caso brasileiro, o EWZ (bolsa brasileira em dólares) caiu -31%, o pior ano desde a crise da Dilma.

Diante desse quadro, o investidor profissional tem que se fazer a seguinte pergunta: estamos em um ciclo normal de investimento de longo prazo na região, que passa por períodos de queda forte seguidos de recuperação também vigorosa (o que significaria, na prática, que agora é ponto de compra) ou será que estamos diante de um quadro político-econômico muito diferente do histórico da região, que poderia levar a um bear market mais prolongado? A resposta a essa pergunta passa muito pelo que está acontecendo no Brasil, que é o principal mercado da região.

O ano terminou com uma grande crise de confiança na condução econômica do país, que levou o Banco Central do Brasil e o Tesouro Nacional a fazerem duras intervenções nos mercados para prover liquidez. Além disso, o Copom acelerou as altas de juros para sinalizar um compromisso firme de não deixar a inflação descarrilhar em meio a esse quadro, mesmo que para isso seja necessária uma queda mais forte da atividade adiante (algo que se torna cada vez mais provável com uma Selic que deve chegar a 15% no segundo trimestre). Do ponto de vista fiscal, o governo conseguiu aprovar no Congresso um pacote que ainda é insuficiente para demonstrar um firme compromisso com a melhora sistemática do resultado primário no futuro, mas, ao mesmo tempo, as autoridades seguem dizendo que mais medidas podem ser tomadas adiante.

Institucionalmente, este governo já teve algumas oportunidades de fazer uma guinada mais radical para a heterodoxia, mas não o fez. Tiveram a chance de aumentar a meta de inflação para acima de 3%, e não o fizeram. Também resistiram a impulsos de se fazer avanços mais perigosos sobre a independência do Banco Central nos últimos dois anos. Poderiam ter escolhido nomes bastante heterodoxos para diretorias e presidência do Banco Central, e não o fizeram. Mais recentemente, deixaram o Banco Central atuar livremente quando este decidiu sinalizar uma alta bastante aguda da taxa Selic, de 300 bps, num curto espaço de tempo. Portanto, do ponto de vista das instituições monetárias brasileiras, pode-se dizer que as coisas continuam funcionando de uma forma não muito diferente da nossa média histórica. Pensando não apenas no poder Executivo, mas nas forças políticas do país como um todo, é possível ir mais longe ainda e dizer que o consenso nacional em torno do regime de metas de inflação até aumentou em relação ao que era no passado.

Isso é importante, num momento em que a taxa de câmbio real efetiva do Brasil se encontra em patamar bastante depreciado, próximo aos níveis atingidos em 2002, mas com preços de commodities muito mais favoráveis agora. Com o câmbio real tão depreciado assim, apenas um movimento de descontrole inflacionário mais agudo poderia justificar desvalorizações da taxa de câmbio nominal para muito além do patamar atual. Países que tiveram maxidesvalorizações nominais das suas moedas, como Turquia e Argentina, depois de terem atingido o vale do câmbio real, apenas conseguiram fazê-

lo às custas de uma inflação de no mínimo dois dígitos. Com a institucionalidade monetária do Brasil sendo mantida, vemos que esse risco de explosão da inflação até o momento vem sendo endereçado de forma adequada. O juro real ex-ante está sendo elevado para 10% pelo Banco Central escolhido por Lula. Nos últimos dois episódios em que o juro real chegou a esse patamar, em 2021 e 2015, a inflação corrente estava acima de 10%. Hoje a inflação corrente está em 4.9%. Convenhamos, tudo isso poderia ser bastante diferente caso o nosso governo de esquerda realmente tivesse tentado experimentos muito heterodoxos.

Isso nos leva a uma outra questão que vem sendo bastante debatida na imprensa, que é o risco de “dominância fiscal”, que basicamente é uma situação em que o Banco Central aumenta a taxa de juros e a inflação sobe, ao invés de cair, tamanho o efeito da situação fiscal ruim sobre a percepção de risco do país. Há um preço de mercado, atualmente, que desafia muito essa tese, que é a inflação implícita longa projetada nas NTN-Bs, atualmente ao redor de 6.5%. Caso esse risco fosse realmente sério, certamente estaríamos observando uma inflação implícita negociada no mercado a níveis muito maiores do que esses. Portanto, dominância fiscal parece ser um tema muito comentado nos jornais, mas com pouca gente efetivamente colocando dinheiro na mesa para apostar nisso nos mercados. No mais, acreditamos que a inflação de 2025 e 2026 seria muito maior com Selic a 10.5% do que com os patamares próximos a 15% que ela irá atingir (ou seja, o oposto do que diz a tese da dominância fiscal), de forma que essa discussão parece ter pouca tração com a realidade no momento.

O que realmente provocou a depreciação cambial recente não foi o aumento da taxa de juros, mas sim a percepção de um esforço fiscal insuficiente para conter a trajetória altista da dívida pública. Isso não é dominância fiscal, isso é política fiscal ruim mesmo, nada mais. O remédio para política fiscal ruim é vontade política, muito longe de algum problema estrutural absolutamente insolúvel do país. Basta os principais atores quererem (e se empenharem) de fato a resolver o problema, algo que não está claro neste momento. Todavia poderá ficar claro daqui a alguns meses, senão por uma mudança de posição dos atores atuais, talvez por uma perspectiva de que diferentes atores venham ao poder nas eleições de 2026.

Agora, até mesmo essa política fiscal ruim do momento tem que ser colocada em perspectiva comparado ao passado recente. O governo Dilma provocou uma piora de 5 pontos percentuais do PIB do resultado primário do setor público consolidado de forma praticamente constante ao longo do tempo. O governo atual entrou patinando feio no seu primeiro ano com a chamada “PEC da transição” (dizendo ser herança eleitoral), mas, em 2024, já incluindo na conta os precatórios e a ajuda ao Rio Grande do Sul, promoveu uma melhora de 1 ponto percentual do PIB do resultado primário. Em 2025, mesmo com o pacote insuficiente, tende a entregar uma outra melhora adicional ao redor de 1 ponto percentual do PIB, incluindo todos os penduricalhos na conta.

Claro que o que o esforço fiscal deveria estar sendo muito maior do que está sendo agora, não há discussão sobre isso, mas a direção é a de alguém que está tentando (ainda que de forma insuficiente) caminhar para longe do penhasco, ao contrário da Dilma. É claro, também, que o tamanho da dívida hoje é muito maior do que era naquela época (assim como também é muito maior no resto do mundo), o que deveria provocar ainda mais cautela por parte dos governantes. O ponto é que quando se junta a institucionalidade monetária e fiscal, o estado dos bancos públicos e a Petrobrás, o Brasil não parece estar dando um passo para além dos ciclos longos de pioras e melhoras que já conhecemos bem. Acompanhar se isso muda ou não adiante é fundamental para nós, investidores profissionais. Assim como é fundamental também, não nos omitirmos a nos posicionar caso a conclusão seja de que realmente estamos em ponto de compra, como nos parece ser o caso agora.

## Performance dos fundos

### Exploritas Alpha América Latina

O Exploritas Alpha teve desempenho negativo de 23%, o pior mês do fundo excluindo-se o covid. Tivemos perdas em diferentes partes do portfólio. Em ações tivemos contribuição negativa de 1130 bps, com quedas significativas de algumas posições compradas da carteira como CVC que caiu 42.5% durante o mês. Apesar das melhoras sequenciais operacionais nos últimos trimestres na empresa, vimos a ação sofrer com a situação doméstica do Brasil, por ser um ativo do setor de consumo discricionário dentro da economia. No ano, nosso book de ações teve perda de 2254 bps. Na parte macro, tivemos desempenho negativo no mês de 236 bps em câmbio, de 531 bps em Juros explicados pela abertura de taxa nas NTN-B's que levaram a uma perda de 585 bps e pequenos ganhos na posição tomada em inclinação na curva nominal de juros. No ano, a contribuição negativa em juros e câmbio foi de 15 e 10 pontos percentuais respectivamente para a performance. Na parte de bonds tivemos desempenho negativo de 338bps no mês. No ano a contribuição de bonds foi positiva em 1082 bps, sendo 1058 bps vindo de Argentina e contribuição positiva em Brasil de 23bps.

### Exploritas Latam FIA

O Exploritas FIA teve desempenho negativo de 22.4% durante o mês, sendo que book de equities detraiu 1167 bps desse total, com destaque para também para Brasil (CVC sendo o pior contribuidor com 426 bps para o mês). No ano a parte de ações contribuiu negativamente com 1405 bps. Na parte de juros tivemos uma contribuição negativa de 602 bps no mês e em câmbio tivemos contribuição negativa de 184 bps no mês. Em bonds tivemos contribuição negativa de 207bps no mês, sendo com 274 bps negativo em Brasil e 67 bps positivo em Argentina. No ano tivemos contribuição positiva de 918 bps em bonds, sendo 842 bps vindos de Argentina e 76 bps vindos de Brasil.

## Posicionamento dos fundos

O cenário para 2025 é desafiador como falamos acima. O desafio fiscal é relevante e o governo brasileiro tem que provar para o mercado que está comprometido com a estabilidade econômica do país. Os preços dos ativos já embutem um cenário bastante ruim. Em geral, NTN-Bs com yield acima de 5.5/6.0% indicam bons níveis de compra e vimos parte da curva negociando perto de 8% e as mais longas perto de 7.5%, valores bastante altos vistos somente na crise da Dilma de 2015 e na primeira eleição do Lula em 2002. As NTNBs também protegem em parte nossa visão construtiva no BRL, onde vemos níveis atrativos de compra. Entendemos que o grande risco para a moeda seria um nível de inflação mais descontrolado, chegando a 2 dígitos. Nossa posição em NTN-B protege parte desse risco. Vemos no Real uma combinação de preço atrativo e carregamento real bastante alto. Para contrabalancear nossa aposta em juros e câmbio reduzimos nossa posição em ações para 21.7% no multimercado. No FIA estamos comprados em 90.8% em ações, sendo que exposição fora do Brasil representa 38% do fundo, com destaque para o Chile, onde temos exposição comprada de 15% em diversas ações. Ainda temos exposição a debentures participativas de vale onde enxergamos uma TIR de 12.5% em dólares e seguimos comprados em bonds de Argentina

Como sempre, estamos disponíveis para maiores esclarecimentos.

### Time Exploritas