

Carta do time de gestão – fevereiro de 2025

Visão Macro

Fevereiro foi mais um mês de reversão parcial dos chamados “Trump trades”, que foram muito populares no final do ano passado e consistiam em venda de ativos de países emergentes e compra de ativos norte-americanos. Agora, neste ano, estamos observando um movimento oposto a isso. Por mais que ao longo do mês de fevereiro a retórica do Trump tenha causado bastante ruído e volatilidade, a percepção dominante foi de que muito das notícias ruins sobre tarifas comerciais já estava no preço das moedas e bolsas de países emergentes, que seguiram ensaiando uma recuperação. O MSCI Latam ex-Brasil, por exemplo, subiu +3.4% em dólares no mês de fevereiro, após ter subido +4.9% no mês anterior.

O Brasil, no entanto, não conseguiu acompanhar esse movimento dos outros mercados emergentes neste mês. Ao contrário do que aconteceu em janeiro, quando o EWZ (bolsa brasileira em dólares) subiu +12.5% e liderou o movimento das bolsas emergentes, em fevereiro o índice caiu -4.8%. Mais especificamente, tivemos dois períodos distintos ao longo do mês. Na primeira metade de fevereiro, os ativos locais subiram bem, já que o movimento favorável dos emergentes foi amplificado localmente pela surpresa com a queda forte de popularidade do governo (antecipando um pouco do tema eleitoral). Porém, na segunda metade do mês, a reação (estabanada) do governo à queda da popularidade voltou a assombrar os mercados.

Há uma preocupação de que em março, com a volta mais efetiva do Congresso após o Carnaval, esse movimento estabanado do governo em tentar reagir à queda de popularidade volte a atrapalhar os ativos locais. A nomeação de Gleisi Hoffman para o Ministério de Relações Institucionais no último dia do mês reforçou que esse risco é real e concreto. O provável envio em março do projeto de isenção de imposto de renda para quem ganha até 5 mil reais mensais, além de outras propostas populistas, estão no radar do governo (algumas, porém, com mais espuma do que efeitos fiscais reais).

No fundo, os alocadores de recursos vivem um dilema grande no Brasil entre (1) focar nos valores dos ativos locais muito baratos somado à possibilidade de o país surfar uma onda melhor de emergentes (que cada vez mais é ventilada pelos asset managers globais, e tudo indica que deve continuar no curto prazo) ou (2) focar no fato das eleições estarem muito longe ainda, com a possibilidade de um governo ruim fazer muito estrago na economia local até lá.

Não negamos que essa é uma escolha difícil. Por um lado, parece claro que nada de bom é esperado desse governo, que parece ter um diagnóstico fundamentalmente errado dos problemas econômicos do país. Por outro lado, o vento externo melhor para ativos de países emergentes também parece bastante sólido e há que se questionar se ao menos parte do efeito idiossincrático do governo brasileiro ruim já não estaria embutido nos preços atuais extremamente depreciados do mercado local. Além disso, nos parece melhor que um governo com cabeça ruim para assuntos econômicos tenha popularidade baixa (aumentando as chances de ele ser substituído adiante) do que popularidade alta (a não ser que alguém ache que a propensão a fazer coisas ruins caia muito se o presidente petista estiver com popularidade alta, o que nos parece bastante questionável).

Também é verdade que tentar operar esses vetores interno e externo (em direções opostas) numa frequência muito alta, entrando e saindo de posições, pode ser algo bastante desafiador de se fazer na prática. Por isso, temos adotado a posição de focar nos valuations locais extremamente depreciados (não só em equities como também em câmbio e renda fixa), nos ventos externos para emergentes melhorando e na chance crescente de mudança de governo adiante, a despeito da volatilidade alta dos ativos locais no curto prazo. Nos parece claro que, caso estejamos diante de um cenário de mudança de governo em 2026, os preços atuais oferecem uma oportunidade secular de ganhos vultosos adiante e o mercado não irá esperar chegar às vésperas da eleição para começar a precificar isso. Basta então acompanharmos com cuidado ao longo do caminho como evolui essa chance de mudança, que hoje nos parece majoritária, olhando para os números de popularidade do governo, as tendências de longo prazo de composição do eleitorado brasileiro e os ventos políticos globais.

Enquanto isso, no Chile, que também é uma das principais posições dos nossos fundos, o preço elevado do cobre e a proximidade das eleições presidenciais (com chance crescente de vitória da oposição) tem aumentado o otimismo com os ativos de lá. A recente desistência da ex-presidente Michelle Bachelet em concorrer este ano foi mais um ingrediente para aumentar o otimismo, já que ela era a candidata de esquerda mais bem posicionada nas pesquisas e não há um substituto claro ainda. Seguimos otimistas com as perspectivas de overperformance dos ativos chilenos este ano, assim como aconteceu com a última virada de governo da esquerda para a direita em 2017 (só que dessa vez potencializada ainda pelos valuations mais baratos dos ativos chilenos).

Performance dos fundos

Exploritas Alpha América Latina

O Exploritas Alpha teve um desempenho de -1.75% durante o mês de fevereiro, com destaque negativo para a carteira comprada em ações do Brasil. Tivemos ganhos de +315 bps na carteira short em ações brasileiras, mas na parte comprada do book houve uma perda de -522 bps no mês, gerando uma performance líquida negativa de -207 bps em ações brasileiras. Na parte dos países andinos, tivemos ganhos de +53 bps no Chile e +27 bps no Peru. Na parte de juros, tivemos ganhos de +92 bps vindos da posição tomada em inclinação da curva de juros no Brasil. Já em câmbio, a contribuição foi marginalmente negativa em -38 bps, com posições compradas em Real contra o dólar. Em bonds, tivemos um desempenho praticamente neutro, com uma contribuição positiva de apenas +5 bps.

Exploritas Latam FIA

O Exploritas FIA teve um desempenho de -3.7% no mês. O destaque negativo foi para a parte de ações Brasil, que teve uma contribuição negativa de -277 bps no mês. Tivemos contribuições positivas de +51 bps no Chile e de +19 bps no Peru. No livro de juros, tivemos uma contribuição negativa de -99 bps, com perdas vindo principalmente da posição aplicada em juros reais no Brasil.

Posicionamento dos fundos

Continuamos com uma posição relevante aplicada em juros reais brasileiros (NTN-Bs). Fizemos uma mudança do vértice de 2050 para uma combinação entre papéis de 2045 e o vértice 2035 via DAP (derivativo de juros reais), onde vemos maiores distorções e prêmios na curva. Reduzimos nossa posição comprada no Real (mas ainda seguimos comprados). Em ações, seguimos comprados em 38%, sendo 8% no Brasil e 30% em outros países da América Latina, com destaque para os 15.5% do Chile. Como proteção da carteira comprada em ações, temos também puts de Bovespa.

Como sempre, estamos disponíveis para maiores esclarecimentos.

Time Exploritas

