

Carta do time de gestão – março de 2026

Visão Macro

Março foi um mês de muita volatilidade nos mercados por conta do fechamento prolongado do estreito de Ormuz, no Golfo Pérsico. O preço do petróleo tipo Brent chegou a bater 120 dólares e terminou o mês ainda muito pressionado. Mais do que a volatilidade de curto prazo, a sensação de que o preço do petróleo tende a ficar alto por mais tempo, talvez se estendendo até o fim do primeiro semestre, levou os mercados a reprecificarem as curvas de juros de todos os países. Aqui no Brasil, esse movimento forçou o Banco Central a iniciar o ciclo de cortes da Selic de forma mais conservadora, com 25 bps, e aumentou a chance de o ciclo como um todo ser mais raso do que se imaginava antes da guerra.

Na verdade, para um país emergente como o Brasil, um choque externo como esse tem pelo menos três elos de comunicação. O primeiro, mais imediato, é o efeito inflacionário da alta dos combustíveis. E aqui vale dizer que o Banco Central do Brasil usou nas suas projeções uma curva de petróleo tipo Brent que bate um pico de 85 dólares na média do segundo trimestre (portanto bem abaixo do patamar atual). Isso significa que, para não haver uma revisão para cima das projeções de inflação do BCB adiante, será necessário ocorrer uma boa acalmada no preço do petróleo nos próximos meses. É claro que esse efeito local sobre a inflação depende de o quanto a Petrobras irá repassar da volatilidade de curto prazo ou não. Mas é importante lembrar que a alternativa de não repassar tem consequências ruins para as contas públicas (afinal, se não for o consumidor, alguém tem que pagar essa conta) e também pode incorrer em falta de produto (já que a produção local não cobre todo o consumo interno). Portanto, esse primeiro elo de comunicação é indubitavelmente ruim para a curva de juros e é o que proporcionou o estresse no mês de março.

Agora, um segundo elo de comunicação do choque externo é via a taxa de câmbio e aqui o Brasil e outros países produtores em geral têm um trunfo. Pelo menos até agora, a reação da nossa moeda a esse estresse internacional tem sido benéfica, o que dá um conforto relevante para o Banco Central atuar. Uma coisa é você passar uma crise internacional dessas com uma forte depreciação cambial nas suas costas (como é o comum para os países emergentes em meio a uma crise global); outra muito diferente é passar por isso com a moeda praticamente estável. Para sermos mais precisos, há dois vetores atuando sobre a taxa de câmbio num momento como esse: há o efeito direto do petróleo em si (valoriza a moeda dos países produtores e desvaloriza a dos consumidores da *commodity*) e o efeito do aumento da aversão global ao risco (aprecia as moedas consideradas “porto seguro” como o dólar e desvaloriza as moedas vistas como ativos de risco). Esses dois fatores estão em curso e o efeito líquido para o Real tem sido aproximadamente neutro.

O terceiro fator (pouco enfatizado até agora) é o fato de que, a partir de certo patamar de choque de combustíveis, o efeito de contração sobre o consumo de outros bens passa a ser relevante, o que aumenta muito o risco de recessão adiante. Isso é um risco claro nos países desenvolvidos que ainda tem sido pouco abordado pelas autoridades. Até agora o Banco da Inglaterra e o Banco Central Europeu adotaram uma postura de focar mais no lado inflacionário do choque, enquanto o Fed fez um esforço para pesar mais os dois lados da balança. Na medida em que se espalha a visão de que o choque pode ser mais duradouro, esse risco de recessão também tende a aumentar e um quadro de estagflação passa a ser um problema mais real a ser endereçado.

No Brasil, por hora o Banco Central tem adotado uma postura balanceada sobre esses riscos, enfatizando também que o fato de terem ficado muito tempo com uma taxa de juros extremamente alta os coloca em uma outra posição do ciclo comparado ao resto do mundo. Eles ainda enxergam um ciclo de cortes, embora agora a dimensão total deste ciclo tenha ficado mais nublada diante do aumento da incerteza quanto ao preço do petróleo. Isso pode vir a ser uma mudança relevante de cenário em relação ao quadro benéfico para mercados emergentes que víamos no início do ano, mas tudo depende essencialmente da duração do conflito (a esse ponto, ainda muito incerta) e do tempo que a produção mundial de petróleo levará para voltar ao normal.

No quesito interno, os vetores para a manutenção de um otimismo moderado com os ativos locais seguem fortes. As chances de mudança política nas eleições deste ano parecem estar crescendo e os preços agora voltaram a ficar mais atrativos, o que torna possível também uma reação vigorosa dos ativos locais caso esse choque externo reflua nas próximas semanas.

Performance e posicionamento dos fundos

Exploritas Marathon FIA

O Marathon FIA teve um desempenho negativo de -8.4% no mês de março, sendo -473 bps em ações e -372 bps em renda fixa. No livro de bonds, tivemos ganhos de +12 bps no mês. Março foi um mês bem volátil e com muita dispersão entre as performances dos diferentes ativos. Empresas ligadas ao setor de petróleo tiveram um bom desempenho com a escalada da guerra, como a Petrobras, por exemplo, que subiu 25% no mês. Já as empresas ligadas à economia doméstica, por sua vez, tiveram um desempenho bem pior, com quedas chegando a -20% no mês.

O mercado de juros também foi bastante desafiador, com a taxa de juros nominal para janeiro 2028 subindo +115 bps, enquanto as NTN-Bs subiram entre +22 e +28 bps em março. Não apenas houve essa abertura forte da curva no mês, mas também destacamos aqui a volatilidade diária dos ativos de juros, que foi bastante elevada. Diversos fundos de investimento que estavam posicionados tiveram que acionar mecanismos de *stop loss*, o que levou o Tesouro Nacional a fazer algumas intervenções no mercado de títulos públicos para conter a dimensão desses movimentos. Colocando em perspectiva, a NTN-B 2050 teve o segundo pior desempenho diário desde a crise do Covid em 2020, caindo -2.4% no dia 13/03 quando o Ibovespa caiu apenas -0.9%. Em média, as NTN-Bs longas têm movimentos diários que correspondem a cerca de metade do movimento do Ibovespa e, nesse dia especificamente, o movimento foi 2.6x maior que o do índice, ou 5x maior do que a média diária. No *book* de ações, os destaques negativos foram as posições em Cosan, Vivara, Vamos e Evex. Seguimos com uma posição relevante comprada nas NTN-Bs médias e longas, onde vemos as melhores assimetrias de risco/retorno no Brasil neste momento.

Exploritas Alpha América Latina (Multimercado)

O Exploritas Alpha teve um desempenho negativo de -10.8% durante o mês de março, com perdas de -772 bps no *book long* de ações e ganhos de +122 bps no *book short*. Na parte de juros, tivemos perdas de -360 bps e, no livro de bonds, perdas de -58 bps. O fundo segue com uma posição relevante no livro long/short de ações e com posição direcional aplicada em juros reais no meio e na parte longa da curva.

Como sempre, estamos disponíveis para maiores esclarecimentos.

Time Exploritas