

Carta do Time de Gestão – Setembro de 2020

Visão Macro

Setembro foi o mês de maior correção nas bolsas mundiais desde o choque do Covid. Do pico ao vale do mês, o S&P 500 chegou a cair -10%, o Nasdaq -12% e o EEM (ETF que segue as bolsas de mercados emergentes) caiu -6%. Entendemos que o principal fator por trás dessa correção é o aumento da incerteza percebida pelo mercado com relação às eleições americanas. Esperava-se que, após as convenções partidárias, as pesquisas de intenção de voto mostrassem um cenário mais apertado entre Biden e Trump nos estados chave (como aconteceu em 2016) mas isso não ocorreu, fazendo com que finalmente “caísse a ficha” dos mercados de que Joe Biden chega como moderadamente favorito para as eleições. Além disso, existe uma expectativa de que o anúncio oficial do resultado das eleições possa ser adiado por conta dos votos feitos pelo correio. Como o mercado não gosta de incerteza e a eleição de Biden significaria uma montagem de um governo novo e ainda incerto, temos aí o principal pano de fundo para a correção.

Pensando mais adiante, porém, vemos que historicamente o partido específico que governa os EUA tem pouca relação com a performance dos mercados ex-post. Em geral, pesa muito mais o cenário macro específico em que aquele presidente democrata ou republicano está inserido. No caso atual, temos um quadro de recuperação econômica com capacidade ociosa alta e baixa inflação. Levando em conta a revisão de meta de inflação feita pelo Fed em agosto, que mira um target agora acima de 2% ao passo que as projeções do Fomc estão abaixo desse nível pelo menos até 2023, isso significa que o Fed está sinalizando que os juros permanecerão em zero a perder de vista. Portanto, em que pese a volatilidade de curto prazo, acreditamos que o cenário macro dos países desenvolvidos em 2021 será bastante favorável aos ativos de risco. Além disso, Joe Biden é um candidato bastante centrista e o establishment democrata já demonstrou nas primárias que segue controlando o partido com bastante folga em relação à ala mais radical. Mesmo no caso de um “democratic sweep”, com o partido levando também a maioria no Senado, vemos que no passado os episódios em que isso ocorreu geralmente foram bons para os mercados (para citar os mais recentes, temos o início do governo Clinton e o início do governo Obama). Em suma, portanto, num horizonte de 6 a 12 meses o quadro macro favorável tende a pesar mais do que o resultado específico das eleições de novembro nos EUA embora isso possa ainda gerar alguma volatilidade nos mercados no curto prazo.

No caso brasileiro, as idas e vindas em torno do programa fiscal de 2021 seguem pesando muito negativamente sobre os mercados locais. No início do mês tivemos algumas boas notícias como (1) o envio de uma proposta oficial de orçamento respeitando o teto de gastos, (2) a redução do valor do auxílio emergencial pela metade até o fim do ano e (3) a redução dos rumores de saída do Ministro da Economia. Porém, no final do mês, a volatilidade voltou fortemente com a desastrada proposta de financiamento do programa Renda Brasil via um adiamento do cronograma de pagamento de precatórios e uso de recursos do Fundeb (que estão fora do teto de gastos). Aparentemente, essa nova proposta parece já ter sido também abandonada, mas o vai e vem tem incomodado muito o mercado.

Se voltarmos um pouco atrás e pensarmos nas intenções quando da origem da proposta do teto de gastos vemos que, bem ou mal, ele está cumprindo o seu papel de colocar algum freio nas intenções dos políticos. Nesse sentido, vale observar que toda declaração do Presidente e dos líderes do Congresso tem começado com a frase “vamos cumprir o teto de gastos em 2021”. Em pesquisa feita pela XP Investimentos com 174 deputados federais no final de setembro, apenas 24% deles defende um estouro do teto de gastos para financiar o programa Renda Brasil (50% entre parlamentares de oposição e apenas 15% entre parlamentares da base do governo). Dito isso, há uma “zona cinzenta” em torno do teto de gastos que está sendo explorada agora pelos políticos (coisas como Fundeb e

precatórios, por exemplo) com balões de ensaio que vão sendo rejeitados ou não pelos mercados ao longo do caminho. Um ponto importante a se observar é que, em geral, mesmo essa “zona cinzenta” precisa de 308 votos para ser aprovada pois envolve emendas constitucionais. Isso significa que, se não houver grande consenso em torno delas, as medidas não irão para a frente como estamos vendo acontecer agora com a medida dos precatórios. O sistema de pesos e contrapesos entre Executivo e Congresso, apesar de todo o barulho no mundo político, tem funcionado até o momento. Agora, é inegável que os mercados não irão se acalmar enquanto não cessar a troca pública de farpas entre a ala econômica e a ala mais política do governo, e o Presidente tem feito um péssimo trabalho até agora em acalmar os ânimos e sinalizar uma volta à normalidade.

Quando olhamos para os preços dos ativos locais, acreditamos que o mercado está posicionado para um estouro do teto de gastos em 2021, com reação forte do Banco Central subindo rapidamente a taxa de juros já no início do ano. Qualquer cenário que envolva manutenção do teto de gastos e postergação de alta de juros por alguns trimestres (como esperamos no nosso cenário básico) já levaria a um alívio importante nos preços atuais de mercado. Portanto, por mais que o riscos políticos/fiscais tenham subido, acreditamos que boa parte deles já estão precificados: o Brasil tem de novo um dos maiores juros longos do mundo (apesar de toda queda da Selic), nossa moeda está bastante castigada (é a “Geni” das moedas emergentes) e a assimetria nos preços atuais de mercado pode estar caminhando para o lado positivo.

Olhemos por exemplo a NTN-B 2050, que nos níveis atuais acreditamos ser um ativo local que aceita bastante desaforo. Esse título terminou o mês com yield de 4.27% real mais inflação. Se o IPCA dos próximos 12 meses ficar perto da meta inflacionária do BCB de 3.75%, teremos um retorno de 8% para esse título. Isso é quatro vezes maior do que a Selic efetiva atual de 1.9% (um carregamento de aproximadamente CDI + 6%). Para que o rendimento desse título seja igual ao do CDI no período, poderíamos ver a taxa da B-50 abrindo mais 41bps, saindo, portanto, de 4.27% para 4.68%. Nesse sentido, acreditamos fazer sentido para nosso investidor carregar a B-50, mesmo levando em conta sua volatilidade, do que carregar dinheiro num overnight de 1.9% (que alguns chamariam de “perda fixa” ao invés de renda fixa, dado que o rendimento é abaixo da inflação esperada, promovendo uma perda real de capital). Olhando o desempenho desse título no terceiro trimestre de 2020, tivemos o yield da NTN-B saindo de 4.17% no final de junho para 4.27% ao final de setembro, um aumento total de 10 bps no trimestre, e mesmo assim a B50 teve rendimento positivo de 1.12% contra 0.51% do CDI nesses 3 meses, levando-se em conta o carregamento.

Olhando para o câmbio real efetivo brasileiro, outro ativo que também vem sofrendo bastante nos últimos meses, podemos observar no gráfico ao lado que ele está 38% descontado em relação aos termos de troca (que refletem a atratividade das nossas exportações versus a das nossas importações). Só tivemos esse nível de desconto em 2002, na época da eleição do Lula onde o mercado precificava o risco Brasil acima de 2000 pontos (contra 239 pontos atualmente). Nesses níveis atuais de câmbio, também vemos uma melhora considerável nas contas externas adiante. O último dado mensal anualizado e dessazonalizado da conta corrente aponta um superávit de 2.4% do PIB. Apesar disso, o fluxo de saída pela conta capital ainda tem sido importante, tendo como grande motor a saída de estrangeiros do Brasil e a reversão do overhedge dos bancos (por esse motivo, não temos atualmente posição relevante em Real). Dito isso, vemos já alguma assimetria positiva nos níveis atuais da moeda brasileira e em algum momento podemos ver uma apreciação real do BRL.



Performance

O fundo teve desempenho negativo de 6.43% no mês de setembro, perdendo 192 bps na parte de juros, 238 bps na parte de bonds (incluindo variação cambial) e 182 bps na parte de ações. Nesse ambiente de riscos e oportunidades que descrevemos, onde vemos uma grande quantidade de estímulos no mundo no horizonte relevante de investimentos, acreditamos que faz sentido carregar uma posição direcional mais elevada, que expressamos em: 38% comprado em ações (com uma carteira concentrada em papéis mais defensivos), sendo 14% no brasil e 24% no exterior; comprado em títulos públicos com foco na B-50 e uma posição comprada em 19% em bonds em USD sendo 10% no brasil e o restante fora. Essa posição está com hedge para o real.

Como sempre, seguimos a disposição para maiores esclarecimentos.

Gratos,

Time Exploritas



Direto: + (55) 11 3136-0897

Rua Fidêncio Ramos, 101 conjunto 82 | Vila Olímpia,
- SP www.exploritas.com.br