

Carta do Time de Gestão –fevereiro de 2021

Visão Macro

O grande tema de fevereiro foi como a abertura do juro longo americano afeta as bolsas e os investimentos em geral nos mercados emergentes. Acreditamos que essa é uma discussão que tem que ser dividida em duas partes: (1) o nível do juro real longo americano e (2) a velocidade do ajuste.

Quanto ao nível (1), temos que lembrar que, após abrir 40 bps ao longo do mês de fevereiro, o juro real de 10 anos americano ainda está em -0.7%. O usual em recuperações econômicas com capacidade ociosa nos últimos tempos foi uma taxa entre 0 e +1%. Portanto é de se esperar que, se a recuperação realmente estiver vindo, jogando para cima a receitas das empresas e os preços das commodities, a taxa longa americana se ajuste para mais próximo de níveis normais. Não se pode querer as duas coisas ao mesmo tempo: recuperação robusta e juros reais longos negativos a perder de vista. Além disso, as razões para essa alta do juro longo são, no geral, bastante positivas para mercados emergentes: crescimento mundial acima de 6% este ano, crescimento chinês acima de 8%, commodities nos maiores níveis dos últimos tempos.

Isso nos traz ao ponto (2), da velocidade do ajuste. Embora seja natural em uma recuperação robusta vermos o juro longo americano subir a níveis mais normais, a trajetória muitas vezes pode importar mais do que o destino. Uma coisa é um ajuste de 100 bps, por exemplo, ser feito em 6 meses, outra bem diferente é acontecer em poucas semanas. Nesse último caso, mesmo que por razões boas de fundo (crescimento, commodities fortes), é difícil não vermos uma boa chacoalhada nos ativos de risco e mercados emergentes como aconteceu em fevereiro.

Olhando adiante, as questões principais são: as treasuries americanas de 10 anos se estabilizam perto de 2% nominal? Se sim, os ativos de risco voltarão a performar bem após essa estabilização? Embora o grau de incerteza seja alto, acreditamos que a resposta seja sim para as duas questões. Olhando o grau de ociosidade nos EUA, o comportamento benéfico dos núcleos de inflação e o programa de compra de ativos do Fed, nos parece difícil não vermos uma estabilização adiante da Treasury de 10 anos nesses níveis mais próximos de 2%. Quando isso acontecer, os bons ventos do crescimento forte, revisão positiva de lucro das empresas e commodities muito mais altas do que o esperado devem voltar a soprar para os mercados emergentes. Não trocaríamos esse cenário, mesmo com juro longo americano mais alto, por outro onde as commodities estivessem em queda forte diante de riscos grandes para baixo do crescimento mundial.

Portanto, pensando no ano de 2021 como um todo, vemos um pano de fundo mundial positivo para os mercados emergentes. Quando vamos para os casos específicos de América Latina que é o nosso foco maior, vemos uma dificuldade grande desses países surfarem a boa onda que vem de fora este ano. O Brasil, com sua discussão de Petrobrás e auxílio emergencial (possivelmente sem compensações) é um exemplo muito claro disso. Começamos o ano com uma boa surpresa do lado fiscal (déficit e dívida terminaram 2020 muito abaixo do esperado), um resultado aparentemente positivo nas eleições do Congresso, inclusive com aprovação da

independência do banco Central, mas logo nos perdemos em volatilidade desnecessária vinda do Executivo e falta de cuidado no trato das contas fiscais de curto prazo pelo Congresso. No México temos um caso parecido com sua reforma energética e outros países da região emitem sinais parecidos.

Olhando, porém, o quadro mundial esperado para os próximos meses e os preços atuais muito depreciados dos ativos da região, acreditamos que a barra é baixa para que eles voltem a performar bem adiante. No caso brasileiro, a PEC emergencial que foi enviada ao Congresso é muito boa estruturalmente para as contas fiscais brasileiras. Ataca o problema principal da credibilidade do teto de gastos no futuro, que é o crescimento dos gastos obrigatórios. Por mais que a discussão de auxílio no curto prazo nuble a percepção de mercado quanto aos seus benefícios, acreditamos que a projeção de dívida pública em 5-10 anos seria melhor se boa parte das compensações da PEC emergencial for aprovada, mesmo com o auxílio. Quanto à política monetária, acreditamos que o Banco Central irá iniciar um ciclo de alta da Selic em março em um quadro reconhecidamente ainda muito incerto do ponto de vista da atividade econômica, por isso faz sentido reduzir os estímulos monetários de maneira cautelosa (com altas de 25 bps ou no máximo 50 bps por reunião).

Performance

Durante o mês de fevereiro, o **Exploritas Alpha América Latina** teve uma contribuição de +120 bps vinda do book de ações. Tivemos uma posição net comprada média de 35% durante o mês e, mesmo com o Ibovespa caindo -4.37%, tivemos contribuição positiva com ações, o que mostra um bom desempenho da parte não direcional da carteira nesse mês. Na parte macro, o book de bonds caiu -32 bps e o hedge em dólares do book offshore -46 bps. Tivemos perda de -154 bps na posição de juros reais, onde seguimos comprados. A taxa de juros da B50 começou o mês em 4.02%, chegou a ter um bom desempenho atingindo 3.90%, mas fechou o mês mais pressionada, em 4.23%. O carregamento dessa posição tem sido muito alto e continua sendo bastante atrativo. Mesmo considerando que o CDI médio dos próximos 12 meses deve ficar entre 3.5 e 4.0%, temos que o carregamento da B50 será perto de 8.3%, o que significa que a taxa de juros do papel pode subir 30-35bps em 12 meses que a posição ainda renderia 100% do CDI. Vemos esse nível de preço como muito atrativo, com espaço para ganhos no carregamento e na compressão dos juros.

Posicionamento

O Fundo segue com uma exposição direcional em ações mais alta do que a média, 37%, mas com foco em empresas mais defensivas. Nesse ambiente de juros globais muito baixos, uma carteira com papéis de TIR real de 8 a 12% nos parece atrativa. Temos também uma posição comprada em bonds de 21%. Na parte macro, enxergamos boas oportunidades na curva longa de juros reais e vemos oportunidade na moeda após forte alta do dólar contra 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