

Carta do Time de Gestão – outubro de 2021

Visão Macro

Durante o mês de outubro, vimos uma forte piora no preço dos ativos locais. Após a decisão do governo de driblar o teto de gastos para aumentar o valor e o número de beneficiados dos programas sociais sem contrapartidas em outros cortes de despesas, a curva de juros brasileira engatou uma espiral de alta que passou a precificar uma taxa Selic de 14% daqui a 6 meses. Mesmo com o Banco Central acelerando o ritmo de alta de juros, subindo a Selic a 7.75%, o câmbio também depreciou atingindo o patamar de 5.7. Com o forte aumento do custo de capital das empresas e o risco cada vez maior de vermos uma recessão em 2022, o Ibovespa seguiu na mesma trajetória de queda que já vinha mostrando desde agosto.

Esses são sinais claros de que a política apresentada pelo governo é inconsistente para gerar crescimento e controle da inflação no curto prazo e, principalmente, de que a forma atabalhoada de anunciar as mudanças cobra um preço caro para a Economia. Quando pensamos, por exemplo, que um gasto adicional de 0.4% do PIB em 2022 causou toda essa confusão em cima de um déficit primário que tinha acabado de ser revisado para baixo em cerca de 1% do PIB (ou seja, mesmo após o gasto adicional, o déficit primário do ano que vem será menor do que todos esperavam há poucos meses), concluímos que algo saiu muito errado na forma de implementação e comunicação. O erro está na percepção deixada para o público de que o mundo político saiu de forma decidida do modo reformas e redução do tamanho do Estado de volta para o modo expansão de gastos permanentes sem contrapartidas. A forma ideal de corrigir isso, no nosso entender, é apresentar um plano consistente de governo (provavelmente para um próximo mandato) que sinalize para o mercado que a coalizão governista pretende retornar aos eixos das reformas assim que as distrações da corrida eleitoral ficarem para trás. Isso inclui uma lista de ações e de pessoal com poder político para tocar esse projeto adiante, uma espécie de repactuação com a sociedade para os próximos quatro anos.

Enquanto esse tipo de solução ideal não vem, acreditamos ser bastante inconsistente a “solução Banco Central” precificada pelos mercados adiante. Isso seria a autoridade monetária subir rapidamente a taxa de juros para 14% (um juro real de cerca de 8-9% levando em conta uma expectativa de inflação já generosa para o ano que vem) como forma de “compensar” os erros do governo e trazer tempestivamente a inflação de volta para as metas. Por que inconsistente? Na nossa opinião, uma subida de juros rápida para um patamar tão alto provavelmente geraria uma recessão significativa entre 2022 e 2023, o que levaria a um ciclo de corte de juros já a partir de meados do ano que vem. Como ninguém considera isso boa política monetária, nem sob o prisma da minimização da volatilidade do produto e nem sob o próprio prisma da perseguição da meta de inflação em si, imaginamos que o movimento dos juros curtos foi muito exagerado e isso gera oportunidades de curto prazo para posições aplicadas. Por enquanto essa visão tem dado errado, conforme o mercado sai de um dia disfuncional para outro, mas acreditamos ser questão de tempo para que os riscos de recessão fiquem claros e o mercado volte a precificar uma reação mais ponderada do Banco Central que não leve a uma volatilidade tão grande da política monetária.

Conforme a narrativa principal do mercado muda de “choque inflacionário de 2021” para “risco de recessão em 2022”, acreditamos que a bolsa local também tende a continuar sofrendo no curto prazo, com os setores ligados a consumo sendo os mais atingidos e as exportadoras apresentando um pouco mais de resiliência. Quanto à moeda, por um lado temos a pressão vinda da queda do PIB e da incerteza fiscal, mas por outro temos agora um carregamento que já se destaca muito num mundo de juros ainda muito baixos e um Banco Central com munição para intervir em caso de disfuncionalidades. Como o patamar do Real já é pior do que nos piores momentos da

corrida eleitoral de 2002, quando se leva em conta a inflação dos pares e o nível atual dos preços de commodities, acreditamos que o downside não é grande para o BRL nos atuais níveis. Quanto às NTN-Bs longas, acreditamos que, dada a piora observada nos outros ativos e na própria inflação implícita, acreditamos que provavelmente haverá pontos melhores de entrada nos próximos meses e seguimos de fora desse mercado por enquanto.

No resto do mundo, seguimos acreditando que veremos uma pressão cada vez maior para o Fed antecipar o ciclo de alta de juros para a segunda metade do ano que vem e, do lado da China, vemos com alguma preocupação os sinais de desaceleração recentes, que podem pressionar para baixo os preços de commodities que ainda estão em patamares elevados. Tudo isso tem tornado o ambiente internacional mais desafiador para os países emergentes, em especial os da América Latina. Os preços de ativos extremamente depreciados na região nos sugerem, porém, que assim como em outros momentos no passado (2014/2015 por exemplo, logo no início do histórico nosso fundo), épocas como essa também podem trazer grandes oportunidades de investimento na região e seguimos nosso trabalho com lupa atrás delas.

Performance

O fundo teve uma variação negativa de 10,63% no mês de outubro. O desempenho bastante negativo se deu principalmente devido ao movimento abrupto da taxa de juros curta no Brasil. Começamos o mês com uma posição pequena aplicada e fomos aumentando essa posição ao longo do mês, à medida que um cenário na nossa visão catastrófico nos juros curtos foi sendo precificado. Durante o mês de outubro, observamos o maior movimento mensal nos juros de 2 anos brasileiro dos últimos 15 anos, com a taxa subindo 275 bps. Para se ter uma ideia, o segundo maior movimento se deu em outubro de 2008, no meio da crise do subprime (onde tivemos a quebra da Lehman Brothers) e o movimento foi de 164 bps na mesma taxa.

No mercado de câmbio, tivemos uma contribuição positiva de 25 bps, com perdas em posições compradas no Real e ganho em posições compradas em cupom cambial. O cupom cambial tem sido o principal instrumento usado para hedge nas carteiras e, com o movimento do mês, temos reduzido as posições tomadas.

No mercado de ações, tivemos contribuição positiva de 92 bps apesar da queda de 6.7% do índice Bovespa. Começamos o mês com posição líquida 13.9% comprada e terminamos o mês com posição líquida vendida de 6.1%.

Posicionamento

No momento atual, com o mercado precificando que a taxa de juros atingirá 14% durante o ano de 2022, vemos uma maior assimetria no mercado de juros, que pode suavizar essa previsão de alta adiante. Caso essa Selic precificada pela curva realmente se materialize, vemos uma queda mais acentuada no preço das ações locais nos próximos meses. Continuamos também com uma posição comprada em Real contra o dólar, dado o nível atrativo da moeda e do crescente carregamento.

Como sempre, seguimos à disposição para maiores esclarecimentos.

Time Exploritas

