

Carta do Time de Gestão – fevereiro de 2022

Visão Macro

A escalada militar de Putin na Ucrânia é um daqueles raros eventos que tem o potencial de mudar significativamente o curso dos investimentos no ano, por isso é importante nos debruçarmos sobre os possíveis caminhos que esse conflito terá e suas prováveis consequências.

Em primeiro lugar, é importante notar que a guerra já foi mais longe do que todos imaginavam, tanto em extensão como em intensidade. Quando se falava numa provável invasão russa, a maioria dos analistas tinha em mente apenas as regiões pró Rússia do leste ucraniano ou algo muito próximo disso. Uma invasão full-scale com bombardeio da capital Kiev como a que estamos vendo agora figurava apenas como um risco entre os piores cenários. Dado que estamos agora nesse cenário, nos parece pouco provável vermos um recuo russo sem que o atual governo ucraniano seja totalmente derrubado, o que provavelmente significa uma guerra mais extensa e com presença militar russa na região por mais tempo. Do lado do ocidente, também provavelmente significa que as duras sanções já colocadas dificilmente serão retiradas rapidamente, o que joga a economia russa numa espiral de forte recessão, com repercussões também bastante negativas sobre a própria economia europeia. Num cenário mais extremo, há que se perguntar que cartada Putin teria em mãos após uma eventual derrubada do governo ucraniano para trazer o mundo ocidental de volta para a mesa de negociações e é impossível neste momento descartar o uso de uma ameaça nuclear como instrumento adiante. São mudanças fortes e rápidas de cenário que já começam a alterar o ambiente de investimentos em 2022.

Antes desses eventos, o mundo desenvolvido caminhava solidamente para um quadro de inflação e crescimento altos com fortes reações dos bancos centrais apertando a política monetária. Agora, apesar do choque de commodities jogar mais gasolina na inflação no curto prazo, temos uma cauda de recessão adiante que vem ficando mais gorda e certamente não será ignorada pelos bancos centrais, especialmente o europeu. Isso significa que, se os BCs desenvolvidos estavam ficando muito hawkish antes, eles estão menos agora. Quase que certamente o Fed ainda iniciará o ciclo de aumentos de juros agora em março, mas as chances de um primeiro passo de 50 bps caíram muito e a própria pressa em entregar os outros aumentos ao longo do ano será reduzida (imaginamos que os “dots” do Fomc agora em março irão mostrar algo ao redor de 5 altas de 25 bps em 2022, menos do que o mercado vinha precificando). Do lado do BCE, a já sinalizada aceleração do tapering e possível saída dos juros negativos ainda em 2022 podem não mais acontecer, já que as autoridades poderão querer mais tempo para analisar os impactos da guerra sobre as economias da região.

Bancos centrais menos hawkish na margem poderiam em tese ajudar a sustentar no curto prazo os mercados acionários mundiais, mas desconfiamos fortemente de que esse possa ser um movimento sustentado adiante, dadas as razões terríveis por trás da maior cautela dos BCs: risco grave de recessão em meio a um choque de commodities causado pela guerra. Também não nos parece ser o caso de que os BCs desenvolvidos deixarão de apertar totalmente a política monetária no curto prazo, apenas o farão com mais cautela. Portanto de uma forma ou de outra o cenário para equities mundiais será bem mais desafiador do que no último ano. Com isso, seguimos bastante cautelosos nos mercados de ações, focando em empresas que estão muito baratas e, ao mesmo tempo oferecem alguma resiliência ao cenário de estagflação para o qual provavelmente caminhamos.

No cenário macro local vemos mais pressão inflacionária no curto prazo vindo de commodities, porém as mesmas ponderações sobre o risco de cauda de recessão mundial adiante valem para o BC brasileiro. Levando em conta que o BC aqui já subiu a Selic em 975 bps (disparado a maior alta de juros reais do mundo nos últimos 12 meses) e o mercado precifica adicionais 250 bps de alta até meados do ano, acreditamos que dificilmente encontraremos rendimento como esse num curto espaço de tempo em outros ativos, portanto mantemos posição aplicada na parte curta da curva de juros.

Acreditamos que deslocamentos de mercado como esse ocorrido em fevereiro geralmente trazem boas oportunidades de investimento e estamos aproveitando o momento para tomar posições nas nossas carteiras que trazem uma boa assimetria de risco/retorno nos próximos 3 a 6 meses.

Performance

O Exploritas Alpha teve um retorno negativo de 0.83% no mês de fevereiro. O destaque positivo veio do book cambial, onde a posição não direcional em cupom cambial e a posição comprada em BRL contribuíram com 160 bps no mês, sendo que metade desse ganho se deu por hedge de posições offshore que foram convertidas para BRL. Por outro lado, tivemos contribuições negativas no book de ações com 187 bps, com perdas tanto no book comprado quanto no book vendido, sendo que as ações com exposição doméstica ao mercado brasileiro lideraram as perdas do mês. No book de juros, tivemos perda de 24 bps com os juros de jan23 abrindo 22 bps durante o mês. Na parte de eurobonds, tivemos contribuição negativa de 32 bps, sendo que a totalidade dessa perda foi compensada pelo hedge cambial mencionado acima.

Posicionamento

O fundo terminou o mês com uma posição aplicada nos juros curtos no Brasil e também aumentamos nossa posição vendida em ações de 6% para 15%. Durante o mês, zeramos nossa posição comprada em BRL e passamos a ter uma posição tática comprada em USD de perto de 20%. No cupom cambial, reduzimos a posição direcional tomada mas mantivemos uma posição não direcional entre diferentes vértices.

Como sempre, estamos disponíveis para maiores esclarecimentos,

Time Exploritas