Carta do time de gestão – março de 2022

Visão Macro

Os mercados internacionais oscilaram no mês de março entre períodos de medo dos efeitos da guerra na Ucrânia e períodos de maior otimismo, com algum avanço em negociações de cessar fogo. O S&P 500 chegou a cair 5% no mês, mas encerrou março em um tom positivo, com 3.6% de alta. Embora a situação do conflito entre Rússia e Ucrânia ainda esteja sujeita a muitas idas e vindas, os períodos de calmaria permitiram aos mercados focarem em outras questões importantes, em especial (1) o forte aperto monetário por vir nos EUA e (2) a situação mais fraca que o usual do crescimento da China.

Com relação ao ponto (1), fica cada vez mais claro para o Fed que o aperto monetário precisa ser acelerado para que a taxa de juros atinja pelo menos o nível neutro (ao redor de 2.5%) este ano. Para isso, provavelmente veremos ao menos duas altas de 50 em meados do ano, além de um encolhimento do balanço em ritmo agressivo (de ao menos 80 Bi por mês) já a partir da próxima reunião do Fomc. Há alguma preocupação com a inclinação negativa na ponta longa da curva e os riscos de recessão que isso traz, mas a própria redução do balanço do Fed em ritmo forte tende a segurar esse movimento de flattening da curva. Quanto à situação de crescimento nos EUA, os dados seguem bastante sólidos ao longo de 2022, por isso seguimos vislumbrando pressão adicional sobre os vértices curtos e médios da curva de juros americana.

Quanto ao ponto (2), a crise de confiança gerada pela quebra de algumas construtoras importantes na China pode estar "entupindo" um importante canal de transmissão por lá, impedindo o governo de estimular a economia como usualmente fazia, o que gera mais riscos baixistas para o crescimento no curto prazo. Soma-se a isso as políticas rigorosas de combate ao Covid, que tem gerado lockdowns intermitentes nas principais cidades. Esses fatores estão por trás da nossa posição mais cautelosa com as empresas exportadoras brasileiras que são muito dependentes do mercado chinês.

Outro ponto desafiador para as empresas locais exportadoras é a forte apreciação recente do Real, que tende a machucar os resultados financeiros das companhias, apesar dos bons resultados operacionais recentes. Há tempos vemos comentando que o ciclo colossal de alta de juros no Brasil pode estar sendo exagerado e a forte apreciação cambial recente é um sinal disso. Por essa e outras razões, o Banco Central brasileiro finalmente sinalizou o fim do ciclo de aumento da Selic e o mercado já começa a colocar cortes mais fortes de juros a partir do final desse ano. Seguimos apostando que o ciclo se encerra mesmo na próxima reunião como foi sinalizado, mas não temos posição na curva de juros além de dezembro deste ano por conta do risco eleitoral, que pode estar sendo subestimado. Também vemos algum espaço para compressão dos break evens de inflação adiante nas NTN-Bs conforme a inflação corrente recue dos níveis atuais extremamente altos, por isso preferimos por hora ficar de fora desse mercado à espera de prêmios melhores.

Vemos a mudança recente no comando da Petrobrás como uma solução de curto prazo melhor do que o esperado, dadas as circunstâncias. Por mais que a troca constante de management seja indesejável para a companhia, entendemos que a substituição por um nome de reputação quase inquestionável junto ao mercado retira um risco importante de curto prazo de mudanças mais radicais e joga o risco da política de preços agora para além do período eleitoral, deixando um fluxo esperado de dividendos bastante robusto este ano. Por mais que as eleições tragam riscos óbvios para o papel adiante, acreditamos que, ao contrário da curva de juros, esses riscos já estão bastante precificados nos atuais preços do papel.

No restante da América Latina, seguimos vendo com maus olhos os desenvolvimentos no Peru, onde um governo de esquerda fraco tenta escapar de seguidas tentativas de impeachment (que seria o terceiro em três anos). No Chile, a assembleia constituinte chega ao seu período final e o risco de alterações institucionais mais radicais segue presente, embora o requisito de 2/3 dos votos e ainda um referendo posterior da população ao texto final da constituição sejam limitadores nesse processo. Na Colômbia, teremos eleições presidenciais agora em maio e, embora a esquerda esteja em uma posição mais forte comparado a anos anteriores, o candidato de centro direita segue ganhando espaço na reta final. No campo da política monetária, destacamos que recentemente tanto o Chile como Colômbia decepcionaram os mercados ao subir juros em velocidade menor do que a esperada e seguem com inflação acumulada em 12 meses rodando acima da taxa básica de juros.

Performance

O fundo subiu 3.95% em março, sendo que o destaque do mês foi o book de ações que contribuiu positivamente com 204 bps, mesmo com uma posição net vendida de 10% e com o movimento positivo de 6.1% do Ibovespa. Entre os papéis, a posição comprada em Adecoagro no setor agrícola se destacou, subindo 26.4% no mês. Carregamos essa posição por muito tempo no fundo e passamos a reduzi-la agora após os ganhos recentes. O book de bonds em dólares teve uma contribuição negativa de 88 bps, sendo que tivemos ganhos de 32 bps no carrego e perdas de 120 bps na parte cambial. Já no book de câmbio e cupom cambial, tivemos ganhos de 254 bps, sendo que 20% da contribuição veio de posições de inclinação na curva de cupom cambial. Na parte de juros, tivemos um mês bastante volátil, com os juros para jan23 chegando a abrir 80 bps na primeira metade do mês, mas uma devolução de boa parte desse movimento na segunda metade. No final, tivemos uma abertura de 25 bps da taxa de janeiro 23 no mês, o que equivale a uma abertura de 9 bps descontado o carry positivo de 16 bps. Mudanças e trades ao longo do mês nos fizeram ganhar 92 bps em juros mesmo estando aplicados e vendo a taxa curta abrir em março.

Posicionamento

Estamos agora com uma posição direcional perto de neutra em ações, reduzimos a posição aplicada nos juros curtos e devemos esperar melhores oportunidades para tomar posições relevantes em juros domésticos novamente. Voltamos a estar posicionados em cupom cambial, consideramos essa uma mistura de aposta em aumento dos juros americanos e uma posição comprada em aumento de risco doméstico brasileiro. As eleições brasileiras têm causado menos impacto no mercado do que imaginávamos, mas isso ainda pode mudar rapidamente sem aviso prévio, por isso acreditamos ser melhor nos concentrarmos em apostas relativas no curto prazo e guardar espaço para podermos aumentar a exposição direcional à medida que as oportunidades apareçam.

Como sempre, estamos disponíveis para maiores esclarecimentos,

Time Exploritas