

Carta do time de gestão – julho de 2022

Visão Macro

Em julho os mercados internacionais reduziram os temores com relação aos efeitos do aperto monetário promovido pelo Fed e mostraram uma recuperação. Depois de alguns meses em que só se revisava para cima a expectativa de inflação e, por tabela, a velocidade de aperto monetário do Fed, agora os mercados já conseguem vislumbrar riscos para os dois lados e o cenário inflacionário já não se mostra tão unidirecional assim. Primeiro, porque as commodities já mostram algum arrefecimento e podem cair mais adiante conforme os efeitos da guerra da Ucrânia vão se reduzindo e os dados de crescimento na China ainda não mostram força. Segundo, porque a própria velocidade de aperto que vem sendo entregue pelo Fed (bastante acelerada para padrões históricos) produz seus efeitos, esfriando rapidamente o nível de atividade.

Os mercados então parecem entrar em uma gangorra onde menos aperto no curto prazo é bom para os preços, mas, por outro lado, as chances de recessão não podem aumentar muito de forma a promover uma derrubada maior nos lucros das empresas adiante. Em julho vimos aparentemente um movimento positivo dessa gangorra, com os mercados dando uma chance maior a um “soft-landing” da economia mundial, mas sabemos que a situação ainda é muito instável e os temores de uma recessão podem retornar adiante.

O que temos de concreto é que dessa vez a economia americana não parece mostrar os exageros de crédito de 2008 nem o sudden stop do Covid em 2020. O quadro atual parece ser de um ciclo normal de economia aquecida, inflação em alta e necessidade de freio para desaquecer de forma a trazer a inflação à meta. É bem verdade que o tamanho do choque inflacionário assusta, mas também sabemos que muito disso veio de commodities, que podem sim se tornar desinflacionárias (não confundir com deflacionárias) a qualquer momento, ajudando os bancos centrais no trabalho de trazer a inflação de volta para a caixinha das metas. A chance de termos um ciclo de política monetária mais “normal” pelo Fed adiante sugeriria então que a forte correção das bolsas vista no primeiro semestre talvez tenha ido longe demais, dando força à recuperação vista em julho. Onde os temores de recessão parecem ser mais justificados é na Europa, já que por lá o balanço das famílias não é tão bom quanto nos EUA e o choque energético é muito pior (daí o forte enfraquecimento do Euro que estamos vendo). Por outro lado, a China parece estar num momento oposto do ciclo mundial em direção a uma melhora da atividade adiante conforme as restrições ao Covid vão diminuindo.

Temos, portanto, um cenário misto na economia mundial, com nuances para os dois lados, mas, como comentamos no mês passado, os mercados precificavam algo muito pior, o que nos levou a temporariamente aumentar o risco da nossa carteira no mês passado para tirarmos proveito dessa recuperação. No caso da América Latina, embora o noticiário local tenha sido relevante, os preços parecem estar muito mais ligados a essa flutuação de tomada de risco causada por fatores internacionais. Temos um aperto monetário forte ainda em curso nos países andinos, que fazem um catch up em relação à força da inflação, temos um referendo sobre a nova Constituição que se aproxima no Chile (será em 4 de setembro), um novo governo de esquerda (até agora moderado) que toma poder na Colômbia nos próximos dias e mudanças relevantes na Argentina onde Sergio Massa toma poder como superministro da Economia tentando recuperar a confiança do governo antes das eleições de 2023, onde a oposição está bem posicionada nas pesquisas.

No Brasil, o Banco Central parece se aproximar do fim do ciclo de aperto monetário, tendo largado na frente dos vizinhos e promovido o maior ciclo de alta de juros entre os países emergentes importantes. Com as

expectativas inflacionárias do ano que vem ainda muito acima da meta, porém, não é claro quando será possível iniciar um ciclo de cortes de juros. Temos ao menos a boa notícia de que pela primeira vez vamos passar por um ciclo eleitoral com um Banco Central independente, o que reduz um pouco a incerteza em comparação com eleições anteriores onde o nome do próximo presidente do BC estava sempre em jogo. Isso não se estende porém, infelizmente, à política fiscal, que segue bastante dependente dos rumos apontados pelo próximo Presidente, por isso é importante permanecer atento às sinalizações dos candidatos conforme as eleições se aproximam por aqui.

Performance

O fundo teve um desempenho positivo de 6.95% durante o mês, com destaque para ganhos em ações que contribuíram com +403 bps em julho. Desse desempenho, 160 bps vieram de ganhos direcionais e 240 bps da carteira não direcional (observamos uma recuperação no preço de algumas ações da nossa carteira que tinham sido excessivamente castigadas). Na parte macro, tivemos um desempenho positivo de +142 bps em câmbio e um ganho de +171 bps em posições de trading de curto prazo em juros que já foram encerradas dentro do próprio mês de julho. Em bonds, tivemos um ganho de 11 bps no mês em Argentina e uma perda de 12 bps em bonds brasileiros (foi um mercado com grandes flutuações dentro do mês, mas que acabou no zero a zero no mês fechado).

Posicionamento

Continuamos comprados em ações no Brasil mas aumentamos um pouco nossos hedges, o que reduziu nossa exposição direcional líquida para 26%, nove pontos percentuais abaixo do que tínhamos no mês passado. Reduzimos nossa posição em Real frente ao dólar, mas seguimos com viés positivo no Real, onde vemos uma grande assimetria de preço e atratividade do carregamento. Em juros Brasil, terminamos o mês sem posição e continuamos acompanhando o mercado para aproveitar oportunidades que possam aparecer, assim como fizemos nos últimos 2 meses. Como hedge, também temos uma pequena posição comprada em cupom cambial. Em linhas gerais, tivemos um pico de risco no fundo em meados do mês de julho para aproveitarmos um excesso de desconto nos preços de mercado mas, ao final do mês, o risco do fundo já foi reduzido em 40%. Seguimos acompanhando os mercados no dia a dia e com espaço para aproveitar novas oportunidades.

Como sempre, estamos disponíveis para maiores esclarecimentos,

Time Exploritas