

Carta do time de gestão – outubro de 2023

Visão Macro

A explosão da guerra no Oriente Médio em outubro foi mais um fator de risco a ser adicionado aos mercados, que já vinham sofrendo com o forte aumento da curva de juros americana. Vale destacar que esse aumento já soma cerca de 160 bps desde maio, se tornando um dos maiores estresses de juros registrados num curto espaço de tempo nos EUA. Eventos do tipo “cisne negro” como esse do Oriente Médio (algo muito relevante que aparece de repente de forma totalmente inesperada) costumam quebrar tendências de mercado, mas não foi isso que vimos até agora. Pelo contrário, a guerra apenas exacerbou a alta dos juros das Treasuries, colocando ainda mais estresse sobre a economia mundial. É como se o mercado estivesse dizendo que a guerra não irá provocar nenhum “flight to quality” (mesmo com a taxa das Treasuries ao redor de 5%) e nem deixar os banqueiros centrais mais cautelosos com a atividade após o grande ciclo de aperto monetário já realizado.

Em momentos como esse, de forte reprecificação das curvas de juros nos mercados americano e brasileiro, é importante mantermos o foco no que realmente importa: houve uma mudança significativa na perspectiva de inflação e atividade adiante que irá fazer com que os Bancos Centrais ratifiquem esse estresse de mercado?

No caso americano, estamos observando uma atividade econômica mais resiliente do que o esperado, provavelmente ainda fruto de um ponto de partida bastante favorável da poupança das famílias pós auxílios do Covid. Porém, ao mesmo tempo, temos uma inflação core PCE já rodando nos últimos três meses em 2.5% anualizado. Portanto, comparações do tipo “EUA irá voltar à década de 70” em termos de inflação nos parecem largamente exageradas (lembrando que a inflação naquela época rodava entre 5 e 10%). Exageros à parte, nos parece que o risco adiante é de uma inflação mais perto de 3 do que de 2%, enquanto o balanço das famílias americanas ainda demora a se deteriorar, o que nos parece ser apenas uma questão de tempo, dado o forte aperto de condições financeiras ocorrido. Para a política do Fed de curto prazo, entendemos que caiu a chance de uma última alta de juros ocorrer, dado que o aperto de condições financeiras substituiu muito do trabalho da política monetária e a incerteza sobre a atividade aumentou com a guerra. Nos parece que o cenário base para o Fed agora é de juros parados por um tempo, esperando essa defasagem circunstancialmente (e não permanentemente) maior de política monetária funcionar.

No caso brasileiro, não achamos que o risco para o ano que vem é de um grande choque inflacionário, digamos de 8% ou acima. Ao contrário dos EUA, por aqui a atividade econômica já começa a dar sinais claros de enfraquecimento. O risco local nos parece ser da inflação ficar teimosamente mais perto de 4 do que de 3% no ano que vem. Nesse caso, se pegarmos a taxa de fim de ciclo precificada pela curva de juros próxima de 11%, estamos falando que, ao fim de um ciclo de afrouxamento monetário e em cima de uma atividade ruim, o juro real terminal ainda estará ao redor de 7%, o que nos parece bem exagerado.

Um dos pontos que alguns tem levantado como um limitante do ciclo de queda da Selic por aqui é o fato de que o juro americano provavelmente ficará parado por volta de 5.5% por um tempo. É claro que isso pode ser um impeditivo para uma taxa Selic terminal agressivamente baixa, mas, em última análise, o “árbitro” sobre o quanto os juros locais podem cair ou não é a taxa de câmbio. Essa tem se mantido em patamares muito tranquilos desde o início do estresse nos mercados. Enquanto o mecanismo de transmissão da paridade internacional de taxas de juros, que é a taxa de câmbio, não der sinais claros de estresse, o BC seguirá o seu curso cortando uma taxa de juros real extremamente alta que já está pesando sobre a atividade econômica.

Levando-se em conta que no início de fevereiro a Selic muito provavelmente já estará em 11.25%, nos parece extremamente conservador acreditar que o ciclo de afrouxamento monetário se encerrará próximo de 11% (lembrando que, nos últimos 15 anos, em nenhum ciclo de queda de juros a Selic terminou acima de dois dígitos, mesmo com inflação muito mais alta que a atual).

Em vista disso, estamos posicionados para um retorno dos mercados a uma precificação mais realista da política monetária adiante. Já vimos muitos meses de volatilidade exacerbada, como foi o caso em outubro, e entendemos que paciência e foco nos fundamentos é o que trará bons resultados no médio e longo prazo.

Performance

O fundo multimercado teve um desempenho negativo de -741 bps em outubro, com uma contribuição de -222 bps do book de juros e de -516 bps do book de ações. Acreditamos que os grandes deslocamentos nesses dois mercados no mês de outubro representam uma oportunidade que pode gerar um bom desempenho para o fundo no curto prazo. No book de juros, perdemos 106 bps no Brasil e 116 bps nos juros americanos. Na curva de juros brasileira, saímos de uma precificação de Selic terminal de 8.8% em meados de agosto para um juro terminal perto de 11% no final de outubro. Acreditamos que essa precificação do mercado gera uma excelente assimetria, dado que é bastante improvável, conforme explicamos acima, que o ciclo de cortes termine com a Selic acima de 11%. Achamos hoje mais provável que os juros caiam para algo mais perto de 10% e é inegável que haverá uma pressão política para vermos juros de 1 dígito. Além disso, há uma possibilidade não desprezível de a própria melhora que estamos vendo nos dados de inflação e núcleos justificarem juros terminais próximos de 9%.

Na carteira de ações, tivemos como destaque positivo Êxito na Colômbia, com uma proposta de fechamento de capital que fez a ação subir 25.4% no mês, contribuindo com +110 bps. Do lado negativo, tivemos uma grande dispersão no desempenho das ações no Brasil, com nosso book comprado caindo -9.9% no mês e nosso book vendido perdendo -4.1%. O principal detrator do mês foi Ambipar, que caiu 34% depois que a empresa anunciou uma oferta primária. Acreditamos que essa ação deva se recuperar dessa forte perda e vemos um nível de TIR real de 14.6% para o papel, mesmo com números bem mais conservadores do que os esperados pela empresa.

Nos books de câmbio e bonds, tivemos ganhos marginais com contribuição de +8 e +13 bps respectivamente.

Posicionamento

Mantivemos nossa posição comprada em bonds, zeramos nossa posição comprada no Real contra o dólar e aumentamos nossa posição aplicada na parte curta da curva de juros no Brasil, aproveitando o estresse nesse mercado. Vemos agora uma melhor assimetria nos juros do que no câmbio, embora gostemos das duas posições. Aumentamos nossa posição comprada em ações de 14.2% para 32.5%, combinando uma zeragem de alguns shorts com uma adição de algumas posições compradas em papéis específicos. Vemos um deslocamento relevante em alguns nomes, com quedas bastante mais expressivas do que vimos no índice, o que nos levou a aumentar exposição a nomes de consumo doméstico.

Aumentamos também nossa posição comprada em Copa Airlines no Panamá. Vemos uma excelente assimetria nesta empresa que é líder no setor em rentabilidade e está negociando a 5.5x lucro 2024. Acreditamos que ela deveria voltar a negociar acima de 10x lucro, como era antes da pandemia. Copa é uma das empresas mais

rentáveis da aviação, com uma margem Ebitda de 32% (cerca de 10-12 pontos acima dos pares brasileiros) e uma margem líquida de 18% para esse ano (15 pontos acima dos peers latino-americanos, em parte devido à sua baixa alavancagem de 0.6x Ebitda). Copa opera em um hub muito eficiente no Panamá, onde consegue conectar cidades com menos demanda de vôos diretos.

A empresa tem algumas eficiências importantes:

- 1- opera na América Central, que é um ótimo ponto geográfico;
- 2- possui hub no nível do mar, onde a pressão atmosférica exige menos combustível para as decolagens;
- 3- pouco tempo para conexão, sem necessidade de se fazer alfândega nem necessidade de vistos para os passageiros;
- 4- possui aviões menores, que conseguem manter o load factor alto;
- 5- tem uma frota uniforme, o que reduz o custo de manutenção dos aviões.

Como sempre, estamos disponíveis para maiores esclarecimentos,

Time Exploritas

