



Carta nº 10
DEX FIC FIA
Outubro 2023

Carta – Comentários de Setembro 2023

Nesta carta iremos abordar o aumento das taxas de juros dos títulos americanos.

Como comentado em outras oportunidades, procuramos manter um portfólio que dependa essencialmente de questões específicas às empresas investidas, onde o *management* tenha uma capacidade significativa de influenciar os resultados. Assim, procuramos limitar os impactos de considerações macroeconômicas sobre o valor intrínseco do portfólio a médio / longo prazo, reconhecendo que as cotações podem variar de maneira significativa ao sabor das notícias.

Isso dito, o entendimento do ambiente econômico é importante e pode afetar o posicionamento tático do portfólio. E em particular, estamos sempre atentos a indicações de risco de cauda.

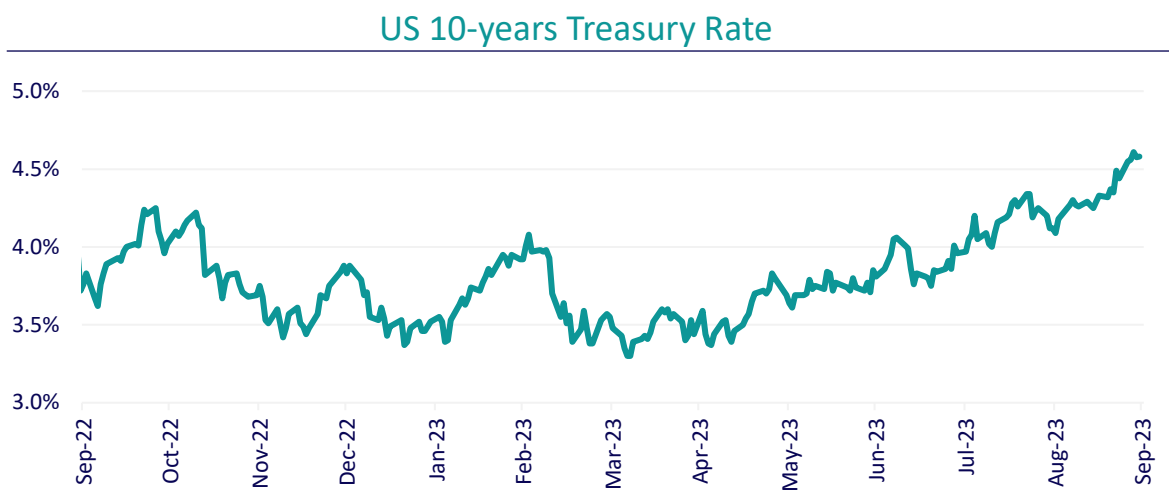
Boa leitura!

Performance do Mês

O DEX FIC FIA apresentou -3.35% de performance no mês de setembro 2023 e +1.12% no ano. Para referência, o Ibovespa apresentou +0.71% e +6.22% de performance para o mês e ano, respectivamente. Em termos de contribuição (bruta) de performance no mês, os maiores detratores foram Locação de Veículos (-1.0%), Vestuário (-0.9%) e Supermercados (-0.6%).

Juros Americanos em Alta

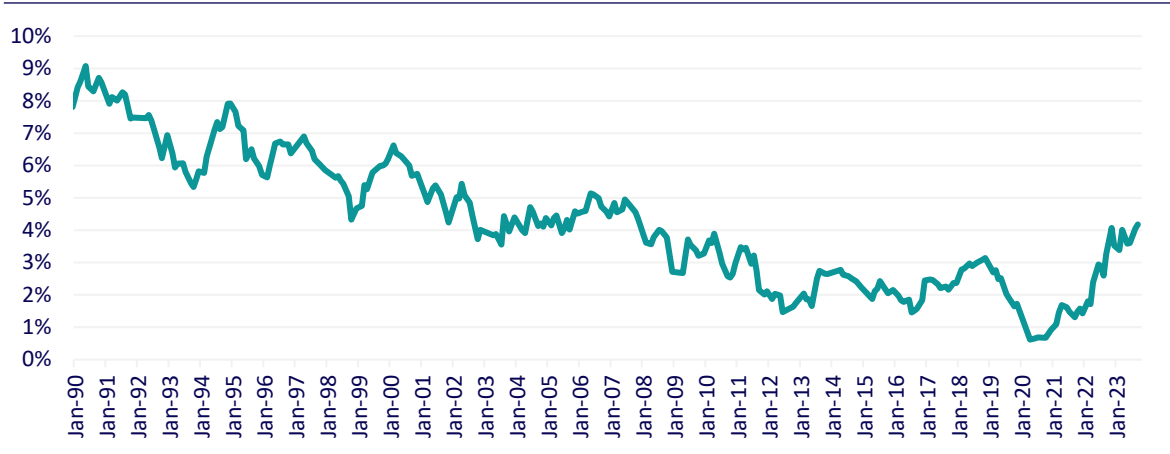
Um dos principais eventos econômicos do mês de setembro foi o aumento nas taxas dos títulos longos do Tesouro Americano, como mostrado no gráfico abaixo para o *Treasury* de 10 anos:



Fonte: FRED Graph Observations (Federal Reserve Bank of St. Louis)

O movimento das taxas em um ano, e em especial considerando os níveis de março a maio, parece muito expressivo. Porém, olhando-se numa perspectiva mais longa, fica aparente que existe potencial para taxas de juros ainda mais elevadas.

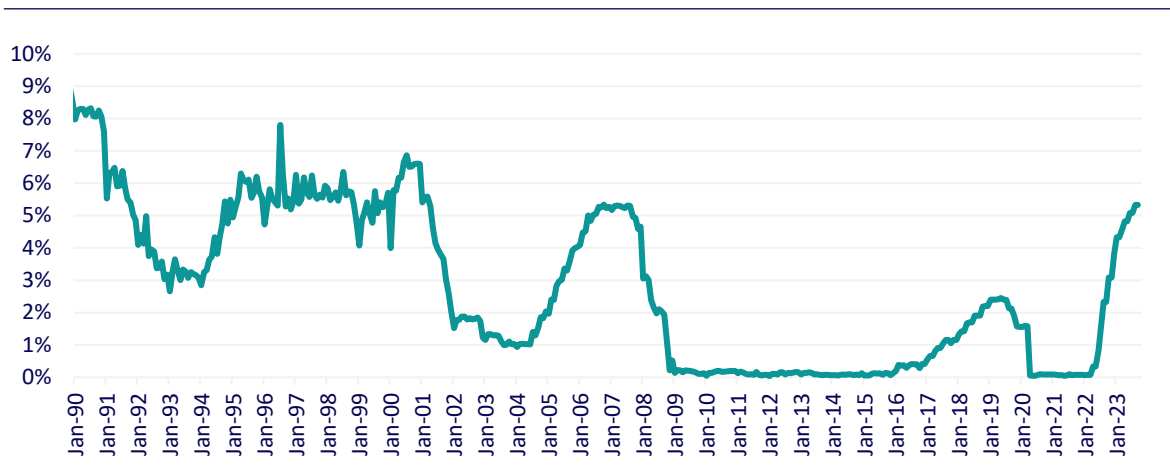
US 10-years Treasury Rate



Fonte: FRED Graph Observations (Federal Reserve Bank of St. Louis)

Em setembro o FED manteve a FED Funds Rate no intervalo de 5.25 a 5.50%. O histórico da taxa efetiva desde 1990 é mostrado no gráfico abaixo.

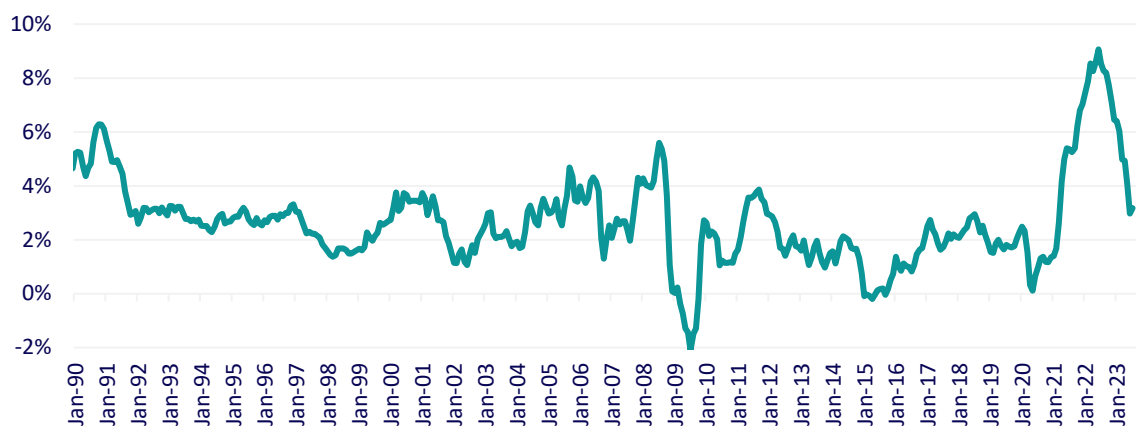
FED Funds Effective Rate



Fonte: FRED Graph Observations (Federal Reserve Bank of St. Louis)

Apesar do rápido crescimento dos FED Funds Rates, a inflação ainda se encontra em níveis muito superiores ao objetivo de 2%, embora tenha declinado de maneira significativa dos níveis atingidos pós-pandemia.

US Consumer Price Index (CPI) - YoY%



Fonte: FRED Graph Observations (Federal Reserve Bank of St. Louis)

Poderiam as taxas de juros longas do Tesouro americano, aqui ilustradas pelo Treasury de 10 anos, estarem se elevando de maneira estrutural? Dentre vários potenciais fatores, gostaríamos de discutir a possibilidade de i) a taxa de inflação ser estruturalmente mais elevada; e/ou ii) o risco de crédito americano estar aumentando.

Inflação Estrutural Mais Alta

O mundo que está se desenhando parece significativamente diferente daquele das décadas anteriores, quando havia crescimento econômico significativo e taxas de inflação muito contidas em vários países do mundo, notadamente os desenvolvidos.

O livro "O Mundo é Plano" de Thomas Friedman captura o otimismo e excitação de um mundo globalizado, com cadeias globais integradas, e o comércio internacional fazendo a sua magia das vantagens comparativas entre países, com a produção se deslocando para países capazes de produzir bens e serviços a menores custos.

Hoje os termos da moda são "nearshoring" e "friendshoring", num movimento de redefinição de cadeias produtivas para países próximos e amigos, motivado pelas dificuldades logísticas do pós-pandemia e por razões geopolíticas. A eficiência econômica deixou de ser o critério principal.

Desnecessário dizer que a replicação de cadeias produtivas com substituição de elos eficientes por elos não tão eficientes é um certo desperdício financeiro, cujo custo de capital associado mais as ineficiências operacionais indicam que passaremos a operar com produtos mais caros do que anteriormente.

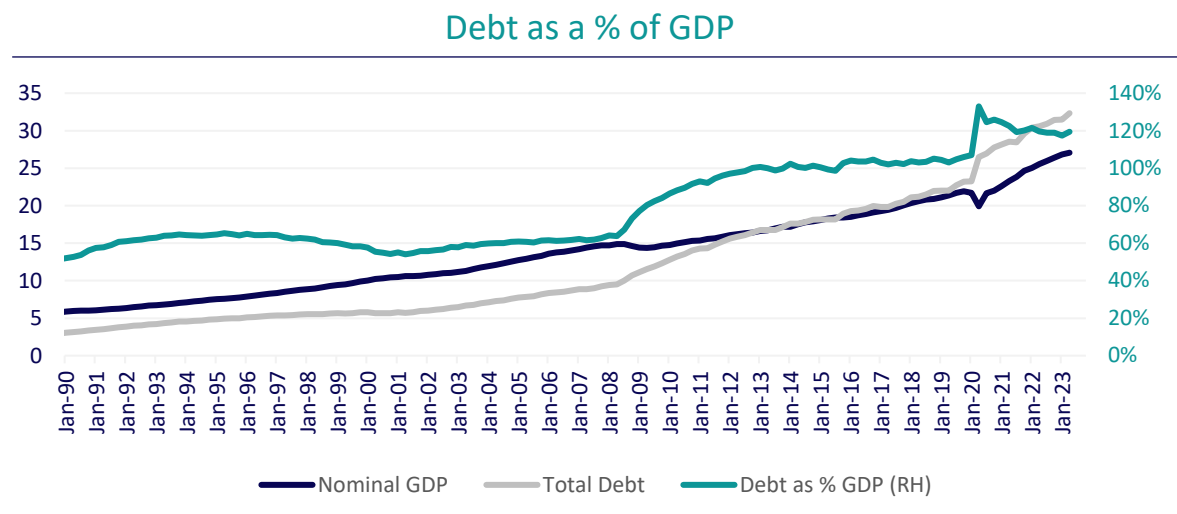
Um mundo com relações comerciais cada vez mais fragmentadas, com restrições de acesso a certas commodities, com menor compartilhamento de informação e conhecimento, parece ser um mundo menos eficiente.

E temos a questão ambiental / mudança climática. O *modus-operandi* do crescimento baseado em combustíveis fósseis e poucas considerações sobre externalidades negativas ao se lidar com o ambiente parece ter se esgotado. O fato é que áreas degradadas e rios poluídos não entravam no cálculo de inflação. Ao se incorporar os custos necessários para se conter as externalidades negativas, temos uma ampliação dos custos gerais de produção.

Significativos esforços tecnológicos e investimentos estão sendo feitos na obtenção de uma matriz energética mais limpa. A priori, essa migração de matriz energética é cara e os custos são de difícil estimativa.

Potencial Elevação do Risco de Crédito Americano

No gráfico abaixo, mostramos a relação Dívida Total / PIB nos EUA, assim como seus componentes (em trilhões de Dólares):

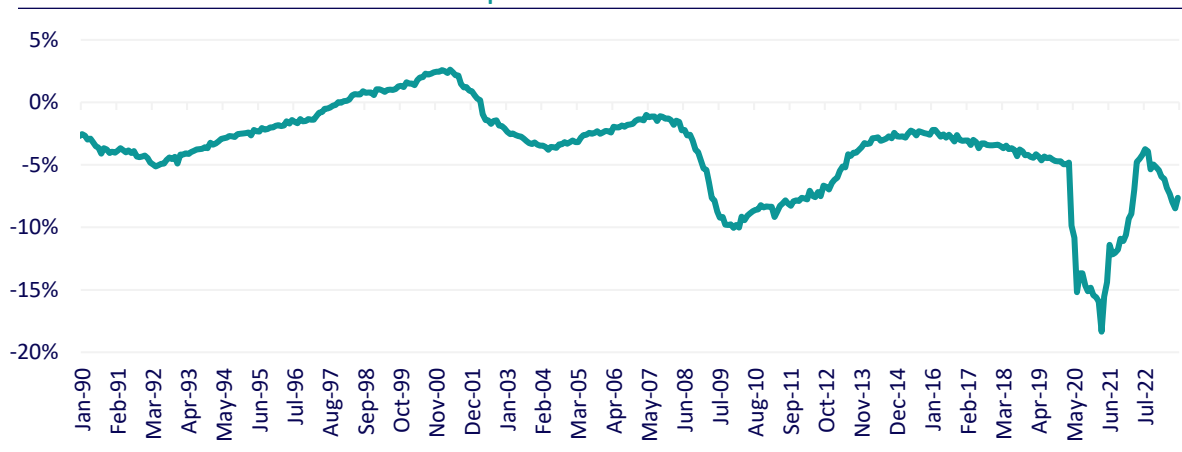


Fonte: FRED Graph Observations (Federal Reserve Bank of St. Louis)

De 1990 a 2007, a relação Dívida Total / PIB se manteve relativamente estável em torno de 60%. A crise de 2008 elevou esse patamar para cerca de 100%, até que os eventos associados à Covid-19 trouxeram a relação para o patamar atual próximo de 120%.

Além disso, os EUA parecem ter dificuldade em conter seus déficits públicos, como ilustrado no gráfico a seguir (Fonte: Bloomberg; "US Treasury Federal Deficit or Surplus as a % of Nominal GDP):

Deficit or Surplus as a % of Nominal GDP



Fonte: Bloomberg

Observe que a própria elevação de juros, seja dos *Treasuries* ou do *FED Funds Rate*, deverá pôr pressão adicional sobre o déficit público.

O histórico da dinâmica da dívida e os patamares correntes maiores que no passado tanto para o déficit como para a relação Dívida Total / PIB sugerem maiores prêmios de risco à frente.

Adicionalmente temos dois fatores que podem pressionar o prêmio de risco americano. O primeiro é a questão da deterioração institucional, ilustrada pela acentuada polarização da sociedade e sucessivos embates acerca do teto da dívida e fechamento do governo. Certamente países emergentes não podem se dar ao luxo de ameaçar *defaults* temporários, e muito provavelmente países desenvolvidos não deveriam recorrer a tal expediente como instrumento de barganha política.

O segundo fator é a geopolítica. Um mundo multipolar, com o comércio internacional incorporando outras moedas além do Dólar, não é boa notícia para a demanda por títulos americanos. Não nos parece coincidência que neste ano a cúpula do BRICS - os 5 países originais - tenha convidado outros 6 países a ingressarem no grupo a partir de 2024.

Além disso, o uso de sanções comerciais e financeiras muito provavelmente diminui o apetite por títulos americanos por parte de países e indivíduos que sejam ou imaginam poder ser alvo de sanções, em especial, financeiras.

Não estamos fazendo qualquer juízo de valor sobre questões geopolíticas, apenas apontando algumas potenciais consequências.

Implicações para o Portfólio

Acreditamos que temos uma capacidade muito limitada em antever como o cenário de inflação e juros irá se desenrolar. Temos bancos centrais atuantes, a questão da atratividade de títulos americanos vis-à-vis os títulos de outros países, eventuais inovações tecnológicas transformacionais com significativos ganhos de produtividade, o xadrez da geopolítica, muitos "*known unknowns*", e também os "*unknown unknowns*".

Investimos majoritariamente em ações expostas à economia brasileira. Embora o macro internacional afete as empresas do portfólio, o macro doméstico tem um efeito mais direto, e como comentado, procuramos nos envolver com empresas cujos resultados dependem essencialmente das decisões da gestão, sendo menos dependentes de considerações macroeconômicas em geral.

No entanto, gostamos de ter um pano de fundo, de saber qualitativamente as características do ambiente de negócios, e no momento, nosso entendimento é que o cenário de juros americanos é potencialmente hostil. Algumas implicações de juros americanos mais elevados são:

- Aumento *do cost of equity*;
- Aumento do custo de dívida: o aumento de juros americanos coloca alguns limites para a redução de juros no Brasil;
- Potencial redução do PIB Global, com impactos negativos no mercado *de commodities*.

Num ambiente mais hostil, temos algumas medidas táticas / pontuais: propensão a elevar moderadamente o nível de caixa da carteira, requerimento de preços menores para adicionar posições por conta de maior margem de segurança e menor envolvimento com empresas potencialmente mais afetadas, como empresas mais alavancadas ou mais expostas ao PIB Global. Tais ajustes são feitos, em geral, “na margem”.

No entanto, o maior valor do monitoramento das condições de mercado não está nesses ajustes “na margem”, mas sim no potencial vislumbre de maior risco de materialização de riscos de cauda. Embora seja difícil pré-identificar crises sistêmicas, acreditamos que seja possível identificar vulnerabilidades no sistema econômico e assim podermos adequar o portfólio para um eventual cenário desfavorável, e principalmente, ter a convicção para agir rapidamente, com uma redução mais acentuada de exposição, caso tenhamos indicação de início de crise. Infelizmente não há garantias de que conseguiremos agir da maneira desejada caso uma crise se instale, mas seguimos monitorando o ambiente.

Em essência, é a qualidade das ações do portfólio que ditará o desempenho de longo prazo da carteira, com ou sem crise. Dessa forma, dedicamos a maior parte do nosso tempo ao estudo das ações individuais e as dinâmicas setoriais em que se inserem.

Até a próxima!



A DEX CAPITAL NÃO COMERCIALIZA NEM DISTRIBUI COTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO OU QUALQUER OUTRO ATIVO FINANCEIRO. AS INFORMAÇÕES CONTIDAS NESTE MATERIAL SÃO DE CARÁTER EXCLUSIVAMENTE INFORMATIVO E NÃO SE CARACTERIZAM E NEM DEVEM SER ENTENDIDAS COMO UMA PROMESSA OU UM COMPROMISSO DA DEX CAPITAL. A DEX CAPITAL NÃO SE RESPONSABILIZA POR DECISÕES DO INVESTIDOR, NEM POR ATO OU FATO DE PROFISSIONAIS ESPECIALIZADOS POR ELE CONSULTADOS. O INVESTIDOR DEVE SE BASEAR, EXCLUSIVAMENTE, EM SUA OPINIÃO E NA OPINIÃO DE PROFISSIONAIS ESPECIALIZADOS POR ELE CONTRATADOS, PARA OPINAR E DECIDIR. DISTRIBUIDORES POR CONTA E ORDEM PODEM ADOTAR HORÁRIOS DIFERENTES PARA APLICAÇÃO E RESGATE DAS COTAS DE FUNDOS POR ELES INTERMEDIADOS. POR ISSO, RECOMENDAMOS AOS COTISTAS QUE CONFIRMEM O HORÁRIO LIMITE PRATICADO PELO DISTRIBUIDOR DE COTAS POR MEIO DO QUAL O INVESTIMENTO FOI REALIZADO. ESTE FUNDO UTILIZA ESTRATÉGIAS COM DERIVATIVOS COMO PARTE INTEGRANTE DE SUA POLÍTICA DE INVESTIMENTO. TAIS ESTRATÉGIAS, DA FORMA COMO SÃO ADOTADAS, PODEM RESULTAR EM SIGNIFICATIVAS PERDAS PATRIMONIAIS PARA SEUS COTISTAS, PODENDO, INCLUSIVE, ACARREJAR PERDAS SUPERIORES AO CAPITAL APLICADO, E A CONSEQUENTE OBRIGAÇÃO DO COTISTA DE APORTAR RECURSOS ADICIONAIS PARA COBRIR O PREJUÍZO DO FUNDO. ESTE FUNDO ESTÁ AUTORIZADO A REALIZAR APLICAÇÕES EM ATIVOS NEGOCIADOS NO EXTERIOR. FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR DO FUNDO, DO GESTOR DA CARTEIRA, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU, AINDA, DO FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITOS – FGC. A RENTABILIDADE OBTIDA NO PASSADO NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. A RENTABILIDADE DIVULGADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS. É RECOMENDADA A LEITURA CUIDADOSA DO REGULAMENTO DO FUNDO DE INVESTIMENTO PELO INVESTIDOR AO APLICAR SEUS RECURSOS. DEMAIS INFORMAÇÕES SOBRE O FUNDO PODEM SER OBTIDAS ATRAVÉS DA LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS E NO REGULAMENTO DO FUNDO, DISPONÍVEIS NO SITE DA CVM. A DEX CAPITAL NÃO SE RESPONSABILIZA POR EVENTUAIS ERROS, OMISSÕES OU IMPRECISÕES NAS INFORMAÇÕES DIVULGADAS. OS DADOS CONSTANTES NESSE SITE SÃO CALCULADOS COM BASE EM CERTAS VARIÁVEIS E PODEM SER ALTERADOS A QUALQUER MOMENTO, SEM PRÉVIA COMUNICAÇÃO.