

CARTA DO GESTOR

Nº 21

MAIO 2021

INCERTEZA SOBRE A EVOLUÇÃO DA VACINAÇÃO NO BRASIL AINDA É ALTA

PANDEMIA NÃO IMPEDIU UM CRESCIMENTO MAIS FORTE NO 1º TRIMESTRE

A dinâmica da pandemia no Brasil tem sido uma das fontes de incerteza para a construção do cenário prospectivo. Uma retomada da atividade consistente nos próximos meses requer necessariamente o avanço do processo de vacinação, de forma a permitir o aumento da mobilidade e a reabertura da economia. Mesmo assim, uma eventual nova onda da covid-19 exigiria a imposição de novas medidas restritivas, o que retardaria ainda mais essa retomada.

Desde o início do processo de vacinação em janeiro, o número de doses aplicadas tem ficado aquém do esperado, sobretudo quando se considera o alto nível de transmissão da doença e a baixa eficácia das medidas de isolamento. Durante março e abril, a aceleração do número de casos provocou o colapso do sistema de saúde de muitos Estados e o triste recorde de mais de três mil mortes diárias por coronavírus no país.

Mesmo sem a 2ª onda controlada, a mobilidade em muitas regiões voltou a crescer. Como a grande maioria da população ainda não teve acesso à primeira dose da vacina, o país parece ameaçado por uma possível 3ª onda. O sistema de saúde segue pressionado, com 17 Estados alcançando mais de 80% de ocupação nos leitos de UTI.

O impacto da 2ª onda na atividade foi menor, de forma que o PIB do 1º trimestre registrou uma expansão de 1,0% frente ao mesmo trimestre de 2020, desempenho significativamente melhor do que o estimado no início do ano. Apesar disso, a recuperação econômica continua condicionada ao maior acesso da população às vacinas.

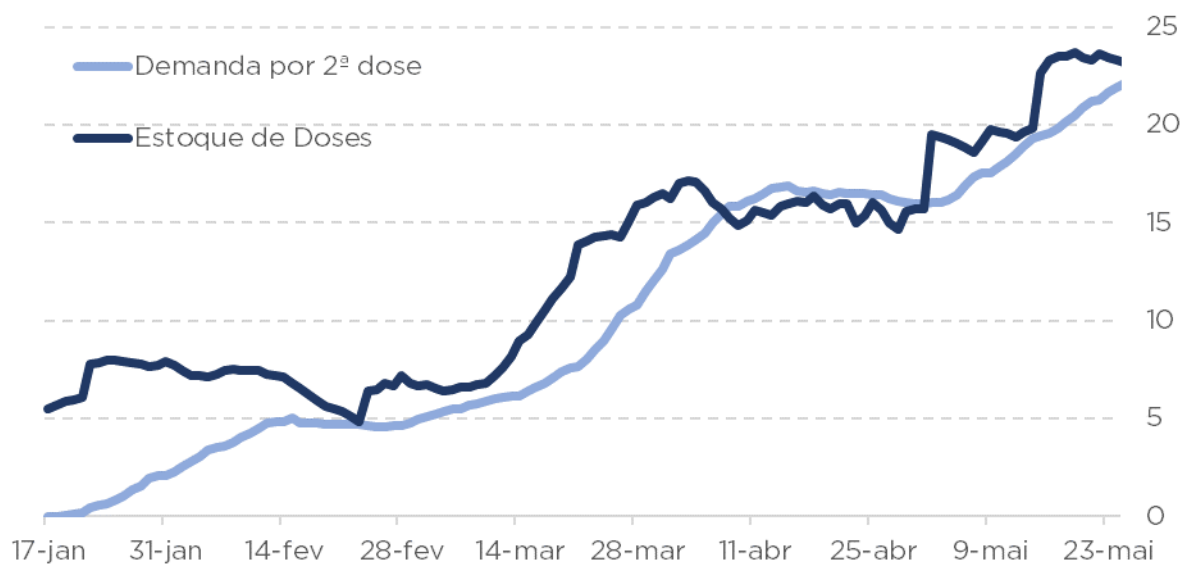
RITMO DE VACINAÇÃO AINDA É INCERTO

A vacinação no Brasil tem enfrentado reverses desde seu início, sobretudo no que tange à oferta de doses. Os dois principais fornecedores de vacinas ao Brasil – Instituto Butantan (CoronaVac) e Fundação Oswaldo Cruz (Oxford/AstraZeneca) – tiveram dificuldade em adaptar suas infraestruturas à produção em massa dos imunizantes. A FIOCRUZ, em especial, passou por diversas revisões na projeção de suas entregas nos primeiros meses do ano. Outro obstáculo recente foi o acesso ao ingrediente farmacêutico ativo (IFA) para a produção de vacinas, cuja importação depende dos países produtores da matéria-prima como Índia e China. A importação tem sido afetada tanto por questões domésticas dos países exportadores, quanto por atritos diplomáticos.

Apesar desses entraves, o ritmo de imunização foi crescente até o fim de abril, quando a média móvel de sete dias de doses aplicadas alcançou cerca de 1 milhão. Desde então, porém, o número desacelerou para próximo de 700 mil. Entre os principais motivos associados a esse recuo, destacam-se dois fatores: a incerteza quanto à oferta de imunizantes no país; e a redução do número de atendimentos relativos à segunda dose – indisponibilidade da CoronaVac e a maior janela entre doses aplicadas com as vacinas AstraZeneca e Pfizer.

Segundo o Ministério da Saúde, foram aplicadas aproximadamente 60 milhões de doses¹ até 28 de maio, sendo 64% do imunizante produzido pelo Instituto Butantan, 34% da AstraZeneca e 2% da vacina produzida pela Pfizer. Como a vacinação do país foi iniciada com a aplicação da CoronaVac e o seu intervalo entre doses é de apenas 21 dias, 54% do total de doses aplicadas desse imunizante foram usados para a 1ª dose e o restante para a 2ª dose. Já para os outros imunizantes, com uma janela entre doses de três meses, as vacinas foram utilizadas em sua grande maioria até agora para a aplicação da 1ª dose – proporção maior de 90% da AstraZeneca e da Pfizer. Cruzando essas informações com o número de doses enviadas aos Estados, a demanda para a 2ª dose alcançou 22 milhões, enquanto o estoque de vacinas totalizou 23 milhões. A política adotada pelos Estados ao receberem os imunizantes do Ministério da Saúde foi a de aplicar metade do volume como 1ª dose e reservar o restante para a 2ª aplicação (Gráfico 1).

Gráfico 1 – Demanda x Estoques de 2ª dose² (milhões)



Fonte: <https://bigdata-covid19.icict.fiocruz.br/>, Ministério da Saúde e Macro Capital.

Para traçar nossos cenários, foi adotada uma hipótese de logística, na qual, após aplicada a 2ª dose, o restante disponível foi destinado igualmente entre aplicação da 1ª dose e formação de estoque para a 2ª dose dos recém vacinados. Em termos de oferta, assumiu-se o cronograma oficial de entrega de vacinas do Plano Nacional de Imunização (PNI) do Ministério da Saúde (Tabela 1).

¹ Esse número é inferior ao dado divulgado por algumas secretarias, uma vez que o Ministério da Saúde contabiliza de forma separada cerca de cinco milhões doses já informadas nos painéis da Secretarias estaduais, mas que ainda aguardam registro na base nacional.

² O estoque considerou o total de doses entregues divulgado pelo Ministério da Saúde.

Tabela 1 - Projeção de entregas de vacinas Covid-19

	Vacinas de 2 doses		1 dose		TOTAL		
	CoronaVac	AstraZeneca	Pfizer	Janssen	2 doses	1 dose	Soma doses
Jan-21	8.7	2.0	0.0	0.0	10.7	0.0	10.7
Feb-21	4.8	2.0	0.0	0.0	6.8	0.0	6.8
Mar-21	22.8	3.8	0.0	0.0	26.6	0.0	26.6
Apr-21	5.8	19.2	1.0	0.0	26.0	0.0	26.0
May-21	5.1	24.6	2.5	0.0	32.3	0.0	32.3
Jun-21	6.0	24.9	12.8	0.0	43.8	0.0	43.8
Jul-21	15.2	22.3	10.0	0.0	47.5	0.0	47.5
Aug-21	15.9	11.3	30.0	0.0	57.2	0.0	57.2
Sep-21	15.9	11.3	44.5	0.0	71.6	0.0	71.6
Oct-21	10.0	36.0	33.3	12.0	79.3	12.0	91.3
Nov-21	10.0	40.0	33.3	13.0	83.3	13.0	96.3
Dec-21	10.0	66.6	33.3	13.0	109.9	13.0	122.9
Total	130.0	264.1	200.8	38.0	595.0	38.0	633.0

Fonte: Ministério da Saúde (Última atualização 26/05/2021)

CENÁRIO 1: HIPÓTESE DE VACINAÇÃO DE TODOS OS ADULTOS ATÉ NOVEMBRO É MUITO OTIMISTA

O cenário otimista assume que todas as doses contratadas e em negociação pelo Ministério da Saúde serão entregues no prazo. Entregas trimestrais, quando não especificadas pelos contratantes, são distribuídas igualmente nos meses. Neste cenário, o grupo prioritário definido pelo Ministério da Saúde (77 milhões) seria vacinado com a 1ª dose até o fim de julho. Os 160 milhões de adultos brasileiros receberiam ao menos uma dose entre outubro e novembro, assumindo que não haja nenhuma restrição na capacidade de aplicação do SUS. Desse total, 12 milhões já estariam totalmente imunizados com a vacina da Janssen. Devido ao maior acesso a vacinas a partir do 3º trimestre, a vacinação tem potencial de ser acelerada significativamente no 2º semestre, ultrapassando um milhão de vacinados por dia em agosto e dois milhões por dia no 4º trimestre.

CENÁRIO 2: DISPONIBILIDADE MENSAL DE VACINAS TENDE A CONTINUAR SENDO REVISTA PARA BAIXO

Nosso 2º cenário incorpora algumas restrições na oferta de vacinas. Desde janeiro, o PNI tem sido frustrado, com atraso na entrega das doses. Os cronogramas divulgados semanalmente pelo Ministério da Saúde confirmam que as revisões para baixo nas projeções de entrega das vacinas têm sido maiores para prazos mais distantes. O erro nas projeções diminui à medida que a data efetiva se aproxima.

Assim, este cenário assume que 90% das vacinas previstas para junho no PNI de 26 de maio serão entregues. Por outro lado, as revisões são mais acentuadas para os meses seguintes, refletindo dois grandes riscos: menor produção interna e atrasos na importação dos IFAs. Além disso, foram desconsideradas as doses que ainda estão em fase de negociação.

Sob essas hipóteses, a 1ª dose para o grupo prioritário seria pouco afetada e possivelmente adiada de fins de julho para meados de agosto. No caso dos demais adultos, haveria um potencial atraso na 1ª dose de quase dois meses, com a vacinação se estendendo até início de dezembro.

Esse ritmo de vacinação parece mais condizente com o histórico de outras campanhas, com o máximo de 1,3 milhão de doses aplicadas por dia durante outubro. Assim, o país terminaria o ano com quase 70% da população adulta totalmente imunizada.

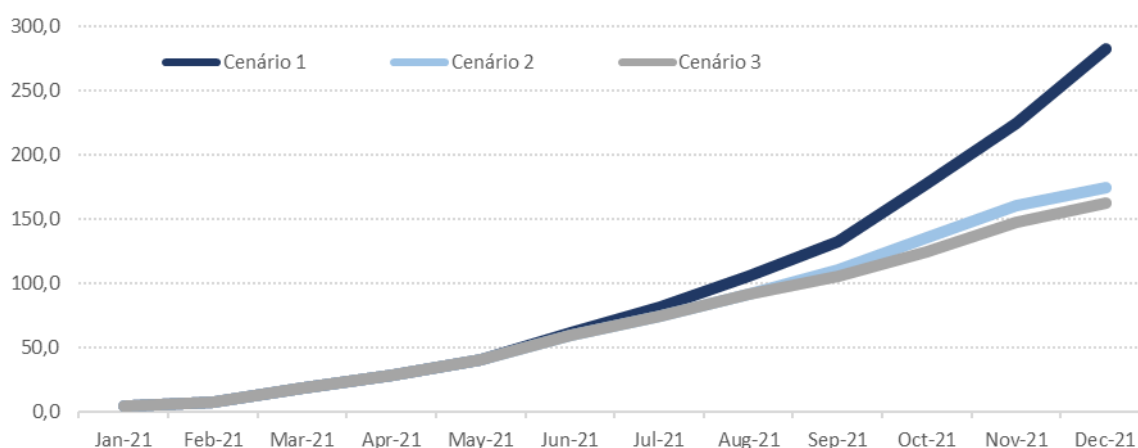
CENÁRIO 3: PROBLEMAS DE LOGÍSTICA IMPEDIRIAM VACINAÇÃO DE TODOS OS ADULTOS EM 2021

Esse cenário assume restrições na capacidade logística do SUS, com um limite para a média diária de aplicações em 1,06 milhão, além de considerar as mesmas regras de vacinação assumidas para o caso anterior. Considera a hipótese de distribuição entre a 1ª e a 2ª doses, proporcional ao cenário anterior.

O grupo prioritário seria pouco afetado na aplicação da 1ª dose, que seria completada em meados de agosto, enquanto os demais adultos seriam mais prejudicados. Nesse caso, aproximadamente 160 milhões de pessoas teriam acesso ao menos à uma dose da vacina em 2021.

Os cenários acima descritos estão resumidos no Gráfico 2.

Gráfico 2 – Cenários de Vacinação Brasil



Fonte: <https://bigdata-covid19.icict.fiocruz.br/>, Ministério da Saúde e Macro Capital.

Nossa expectativa para a evolução da vacinação no Brasil pode ser representada como uma combinação dos cenários 2 e 3. A entrega de vacinas tende gradualmente a ser compatível com as previsões divulgadas pelas autoridades de saúde do governo federal. A demanda dos países desenvolvidos diminuirá no 2º semestre como reflexo do atendimento de toda a população interessada em ser vacinada. Isso contribuiria para entregas mais fidedignas e dentro dos cronogramas estabelecidos. Por outro lado, o SUS dificilmente será capaz de aumentar muito o número de atendimentos diários, pois a experiência tem demonstrado que a vacinação contra a covid-19 por pessoa tem sido mais lenta do que a vacinação contra a gripe.

PERFORMANCE: RESULTADO LIGEIRAMENTE POSITIVO EM MAIO COM MUITA VOLATILIDADE

O Fundo Macro Capital One teve valorização de 0,12% em maio, acumulando 2,74% no ano e 7,24% em 12 meses.

O resultado do fundo veio das contribuições positivas nas posições em: (i) commodities, tanto em petróleo como no cobre; (ii) moedas, em particular no euro e na libra esterlina; (iii) renda fixa local, essencialmente em posição de achatamento da curva de juros; e (iv) renda variável nos mercados local, da América Latina, EUA e Europa. A contribuição negativa em maio veio das posições tomadas em juros globais, nos EUA e na Alemanha, e, em menor escala, das posições táticas no mercado local de futuros de juros e de câmbio.

A contribuição positiva para o resultado advindo de renda variável no Brasil deveu-se à seleção de teses de investimento em ações, uma vez que foi mantida exposição direcional neutra ao mercado – neutralização da carteira de ações por meio de opções e de índice futuro. Esse posicionamento é reflexo da visão mantida desde o início do ano de que o maior vetor de geração de retorno no mercado acionário viria da seleção de ativos e não do posicionamento passivo nos índices de mercado.

Na parcela da carteira alocada em ações de commodities, o desempenho negativo de siderurgia foi mais do que compensado pelo desempenho dos demais subsetores, em especial o de petróleo. Outros destaques positivos de maio foram os setores positivamente impactados pela vacinação, retomada da mobilidade e reabertura da economia. Essa leitura está presente na carteira nas posições nos setores de shoppings, aviação e educação. Outras contribuições positivas vieram das posições relacionadas ao tema de digitalização das operações financeiras, bem como à evolução positiva da agenda de privatizações.

Na carteira de ações de América Latina, os principais destaques positivos de desempenho foram ações relacionadas à infraestrutura e à reabertura das economias. Na estratégia de valor relativo, em função da forte atividade de fusões e aquisições observada nos mais diversos setores, adotou-se postura mais cautelosa, com reversão de alguns pares durante o mês de forma a reduzir a exposição ao risco de eventos corporativos, em especial na parcela vendida das posições.

Tivemos um resultado favorável na posição comprada no euro contra o dólar, seguindo tema de que a Europa caminha em um processo de reabertura de sua economia com a aceleração da vacinação. Essa alocação foi zerada ao longo do mês, mas construímos uma posição de compra de libra esterlina contra o franco suíço, também na linha da tese de reabertura que vem ocorrendo no Reino Unido.

Nossa tese de reabertura das economias desenvolvidas com alta da inflação é corroborada pelo movimento de elevação dos preços de commodities. Comentários recorrentes das autoridades da China buscaram frear a dinâmica dos preços do minério de ferro e do cobre, mas os efeitos pareceram pouco sustentáveis. Ao mesmo tempo, a retomada da economia tem contribuído para a alta dos preços do petróleo.

A posição tomada na parte intermediária da curva de juros dos EUA e da Alemanha tiveram contribuições desfavoráveis para o fundo em maio. As surpresas advindas dos números mais fracos do mercado de trabalho no início do mês e mais adiante da inflação ao consumidor nos EUA, junto com declarações de presidentes de Fed regionais quanto ao caráter transitório da inflação, estimularam a compra de títulos do Tesouro americano e, conseqüentemente, o recuo dos juros na parte intermediária e mais longa da curva. Esse movimento influenciou os demais mercados, como o europeu.

Nos mercados locais de juros e de real, as posições táticas em juros prefixados e no real contribuíram negativamente para a performance. Seguimos com uma posição de achatamento da curva de juros, com a expectativa de que o BC executará grande parte do realinhamento da taxa Selic em 2021, evitando ter que estendê-lo para 2022.

Para o início de junho, temos uma posição ligeiramente comprada em renda variável no Brasil, com pequenas alterações entre as diferentes teses de investimento. Na América Latina, mantemos alocações muito próximas às existentes em grande parte de maio, com pequena redução na posição ligada às commodities. Nossas posições no mercado de renda fixa local, bem como relativas ao real, continuam mais táticas do que estruturais, à medida que fatores específicos podem influenciar a dinâmica dos preços como uma possível 3ª onda da pandemia, eventual extensão do auxílio emergencial e possíveis desapontamentos com a agenda de reformas.

Nossa leitura sobre a continuação da retomada da economia em países com processos avançados de vacinação continua benigna, com posições direcionais maiores nos índices da Europa e uma menor alocação nos Estados Unidos.

As incertezas envolvidas na pandemia e a dinâmica global sugerem que os preços dos ativos de risco associados à Área do Euro e ao Reino Unido podem de forma defasada seguir trajetória similar a dos ativos relacionados aos EUA. Mantemos ainda posições compradas em cobre e petróleo, por conta da nossa expectativa de retomada da economia global e, principalmente, de forte expansão da demanda, frente à oferta disponível no médio prazo.

Time Macro Capital

DESCRIÇÃO

Fundo multimercado macro que tem por objetivo proporcionar aos seus cotistas ganhos de capital no longo prazo. Os investimentos são realizados a partir de uma sólida abordagem macroeconômica e de uma rigorosa avaliação dos riscos envolvidos. A política de investimento envolve estratégias globais em ativos financeiros de diversas classes, principalmente nos mercados de juros, índices de preços, taxas de câmbio, commodities e ações, utilizando-se dos instrumentos disponíveis tanto nos mercados à vista quanto nos mercados de derivativos.

RENTABILIDADE

Mês	Ano	Últimos 12 meses	Desde o início
0,12%	2,74%	7,24%	2,43%

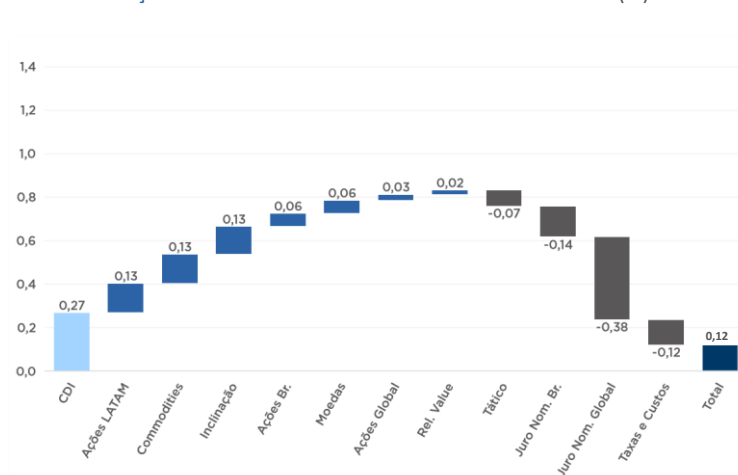
RISCO

Volatilidade Realizada
7,74% a.a.

ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE

	2021 (%)	DESDE O INÍCIO (%)
Direcional	3,11	2,98
Ações Brasil	0,82	1,89
Ações Globais	0,48	2,45
Ações LATAM	0,64	0,80
Juro Nominal Brasil	-0,06	-2,55
Juro Real Brasil	0,00	-0,62
Inclinação	-0,16	-0,21
Inflação	0,39	1,61
Juro Nominal Global	-0,44	-0,74
Inclinação Global	1,05	0,79
Moedas	-0,20	-1,93
Commodities	0,58	1,49
Relative Value	-0,29	-0,30
Tático	0,61	1,00
Hedge	0,00	0,09
Taxas e Custos	-1,65	-6,71
CDI	0,96	5,38
Total	2,74	2,43

ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE NO MÊS (%)



RENTABILIDADE HISTÓRICA

	Jan	fev	mar	abr	mai	jun	jul	ago	set	out	nov	dez	ano	desde o início	
2019	Fundo	-	-	-	-	-	-	-	1,50%	1,72%	-0,94%	1,88%	4,21%	4,21%	
	CDI	-	-	-	-	-	-	-	0,47%	0,48%	0,38%	0,38%	1,71%	1,71%	
2020	Fundo	-0,72%	0,01%	-10,50%	1,31%	2,07%	1,09%	3,07%	-0,44%	-2,20%	-1,57%	1,76%	2,46%	-4,33%	-0,30%
	CDI	0,38%	0,29%	0,34%	0,28%	0,24%	0,22%	0,19%	0,16%	0,16%	0,16%	0,15%	0,16%	2,77%	4,53%
2021	Fundo	-1,10%	2,32%	0,63%	0,77%	0,12%	-	-	-	-	-	-	2,74%	2,43%	
	CDI	0,15%	0,13%	0,20%	0,21%	0,27%	-	-	-	-	-	-	0,96%	5,53%	

CARACTERÍSTICAS DO FUNDO

Macro Capital Gestão de Recursos	Multimercado Macro	30/08/2019	D+0	D+29/D+30	R\$ 19.967 Mi
GESTOR	ESTRATÉGIA	DATA DE INÍCIO	COTA DE APLICAÇÃO	COTA DE RESGATE	PATRIMÔNIO LÍQUIDO
Banco Itaú / Intrag	Investidores em geral	MCR1FIC BZ Equity	R\$ 5.000	R\$ 1.000	R\$ 39.290 Mi
CUSTODIANTE & ADMINISTRADOR	PÚBLICO ALVO	TICKER BLOOMBERG	APLICAÇÃO MÍNIMA	MOVIMENTAÇÃO MÍNIMA	PL MÉDIO*
32.973.321/0001-69	Longo Prazo	100% CDI	2,0% a.a.	20% do que exceder o CDI	R\$ 116.114 Mi
CNPJ	CLASSIFICAÇÃO TRIBUTÁRIA	BENCHMARK	TAXA DE ADMINISTRAÇÃO	TAXA DE PERFORMANCE	PL MASTER



A Macro Capital não comercializa nem distribui cotas de fundos de investimentos. Para investir em nossos fundos, contate um distribuidor autorizado. A Macro Capital não se responsabiliza por erros, omissões ou imprecisões no conteúdo das informações divulgadas, nem por decisões de investimento tomadas com base neste site. As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo e não constituem nenhum tipo de aconselhamento de investimentos. Recomendamos uma consulta a assessores de investimento e profissionais especializados para uma análise específica e personalizada, antes de sua decisão sobre investimentos. Fundos de investimento não contam com nenhum mecanismo de seguro e nem garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, ou, ainda, do fundo garantidor de créditos - FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Os fundos Macro Capital, através de suas estratégias de investimento, podem estar sujeitos a diversos riscos inerentes ao negócio, como concentração de ativos de um mesmo emissor e alta exposição a derivativos e investimentos fora do país. Essas estratégias podem resultar em significativas perdas patrimoniais, podendo, inclusive, acarretar perdas superiores ao capital aplicado e consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo dos fundos. A rentabilidade apresentada dos fundos não é líquida de impostos.

* Patrimônio líquido médio mensal dos últimos 12 meses.