

CARTA DO GESTOR

Macro Capital Equity Hedge

MARÇO 2022

RISCO GEOPOLÍTICO ELEVOU A INCERTEZA GLOBAL EM MARÇO

Março foi marcado pela intensificação da deplorável invasão bélica na Ucrânia pela Rússia. A tensão nas negociações para se alcançar algum cessar-fogo entre os dois países e os impactos das sanções impostas à Rússia pelo Ocidente, tanto por nações soberanas como pela iniciativa privada, foram acompanhados pela alta das pressões inflacionárias. Essa maior inflação induziu diferentes bancos centrais a indicar a provável aceleração da retirada de estímulos monetários e a normalização dos juros.

As implicações globais dessa guerra vêm se traduzindo em um agravamento de pressões inflacionárias por meio de maiores custos de energia, matérias-primas e alimentos, resultando na redução das projeções de crescimento. No primeiro momento, o conflito levou a um movimento de “flight to quality” com recuo dos juros e dos preços das ações, elevação dos preços de commodities e uma apreciação do dólar frente à maioria das moedas. A percepção criada ao longo do mês de que o conflito não induziria o Ocidente para o campo de batalha nem caminharia para o uso de armas nucleares contribuiu para que o foco dos mercados voltasse para os fundamentos da economia, em particular da inflação, dos juros e do crescimento global. Neste contexto, as atuações e declarações dos principais bancos centrais dos países desenvolvidos voltaram a atrair atenção principal.

EUA: APERTO MONETÁRIO MAIS EXPRESSIVO NESTE ANO

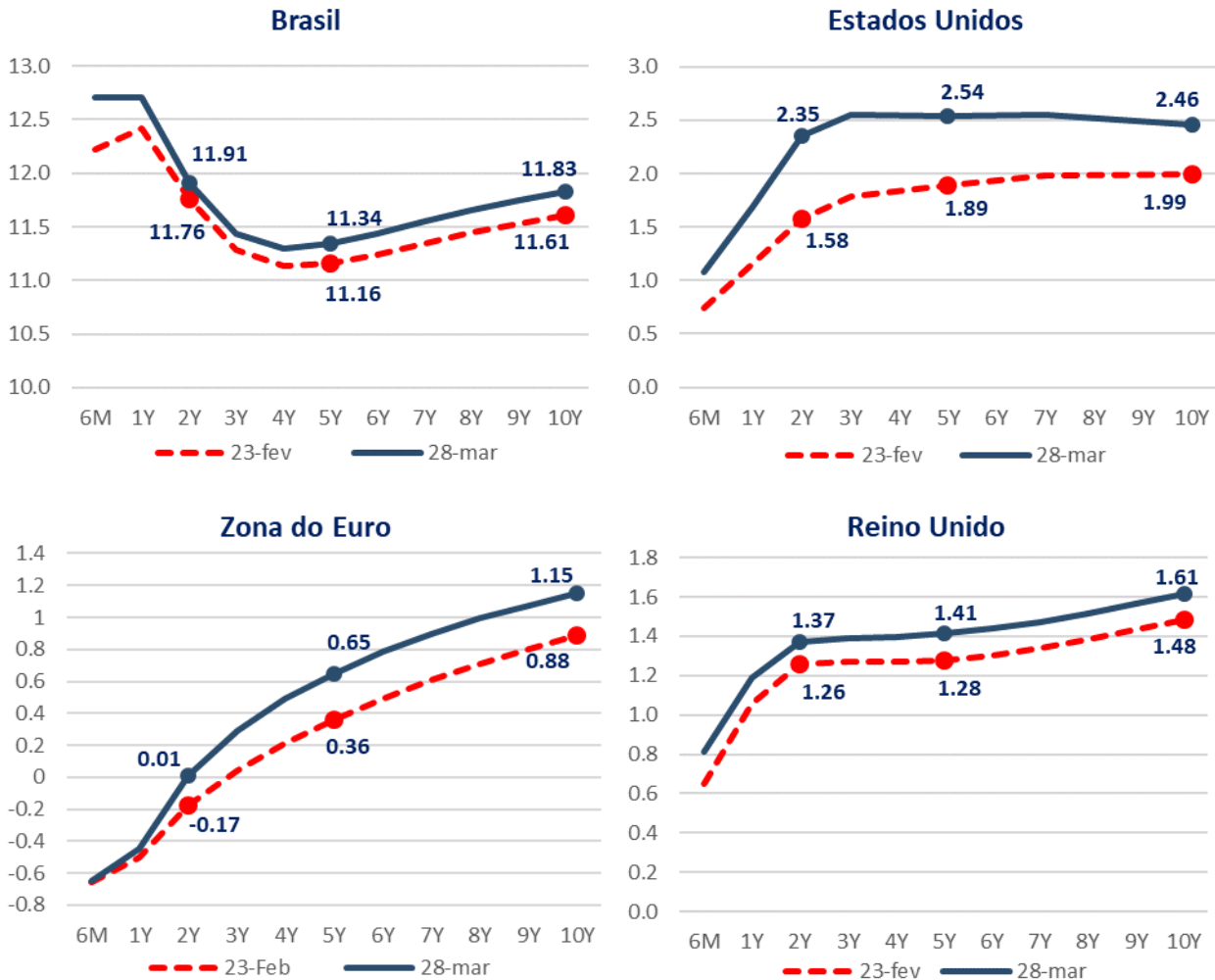
O Federal Reserve elevou os juros básicos em 0,25 ponto percentual (pp) e indicou uma sequência de aumentos de juros nas suas próximas reuniões. Apesar da maior incerteza em relação à atividade global, os membros do FOMC entendem que a expansão da economia americana permanecerá acima do seu potencial com um mercado de trabalho aquecido. Assim, a expectativa do Comitê é de que a retirada dos estímulos leve à normalização do desequilíbrio entre oferta e demanda, moderando a pressão inflacionária.

O desconforto do Fed com a inflação e a possibilidade de altas de 0,50 p.p. levaram à venda maciça de títulos no mercado, pressionando as taxas de juros para níveis que há muito não eram atingidas. Os juros de 10 anos aumentaram de 1,6% no início do ano para próximo de 2,4% no fim deste mês, enquanto os de dois anos aceleraram de 0,8% em janeiro para 2,3% por conta da possibilidade de antecipação e da maior magnitude do aperto monetário. A diminuição da diferença entre essas duas taxas reacendeu as discussões sobre a inversão na curva de juros e sobre a possibilidade de recessão nos próximos anos (Gráfico 1).

A inversão da curva não é um sinal inquestionável de recessão, conforme indicado pela atual política do Fed. A expansão extraordinária do balanço da autoridade monetária durante a pandemia, com a compra de títulos públicos e privados, reduziu os prêmios de risco e, por consequência, os juros para prazos mais longos. Essa política estimulou a inversão da curva de juros em um contexto de alta inflação. A redução no diferencial de juros sugere que os participantes de mercado compartilham da leitura do Fed de que o processo inflacionário provavelmente arrefecerá até 2024, permitindo juros menores no médio prazo, sem necessariamente causar uma recessão.

O atual cenário tem características particulares. Choques de oferta e a alta dos preços de commodities, ressaltados pela invasão da Ucrânia e a nova onda de Covid-19 na China, estimularam muito a inflação. Todavia, esses fatores não foram os únicos indutores do aumento de preços, que está bastante disseminado. Os gargalos nas cadeias de suprimentos em alguns setores e as condições apertadas do mercado de trabalho e a consequente elevação dos salários também têm contribuído para a significativa elevação da inflação. A reação monetária começou recentemente e ainda tem um longo caminho antes de entrar no campo contracionista.

Gráfico 1: Curvas de juros no fim de fevereiro e no fim de março (%)



Fonte: Federal Reserve, European Central Bank, Bank of England, Banco Central do Brasil, Macro Capital

EUROPA: RISCOS INFLACIONÁRIOS EXPRESSIVOS

Apesar de acelerar o processo de “tapering” e o tom mais duro sobre os riscos inflacionários nos seus documentos, o Banco Central Europeu (ECB) dificilmente aumentará seus juros básicos no curto prazo. Essa disparidade deve-se tanto ao mercado de trabalho mais apertado no Reino Unido, com alta de salários – reflexo em parte da menor oferta de trabalho pós-Brexit, como ao risco de impactos destoantes nos países da Área do Euro por conta da heterogeneidade dos fundamentos. Em fevereiro, a inflação anual alcançou +6.2% (a maior desde março de 1992) no Reino Unido e 5.9% na Zona do Euro, representando um recorde histórico em muitas décadas. A manutenção da inflação em patamar elevado tende a perdurar por mais tempo por conta das pressões advindas de maiores preços de energia – participação relevante da Rússia na produção de petróleo e gás natural no fornecimento para vários países, bem como dos maiores preços de trigo, fertilizantes e metais industriais.

O Banco da Inglaterra (BoE) continuou em março a normalização dos juros iniciado em dezembro. A autoridade monetária atualizou a projeção de inflação para cerca de 8% no 2º trimestre, reconhecendo a possibilidade de atingir novas máximas no 2º semestre. A previsão de crescimento do PIB do 1º trimestre aumentou diante da rápida recuperação da atividade em meio à retirada de restrições relacionadas à pandemia. Posteriormente, há expectativa de que a economia do Reino Unido desacelere significativamente por conta de efeitos da inflação de bens e energia sobre o consumo. A expectativa é que os juros básicos alcancem 1,00% na reunião de maio e que haja a discussão sobre a venda do estoque de títulos públicos a partir do 3º trimestre.

O ECB concluiu as aquisições líquidas do programa de compras emergenciais (PEPP) e acelerou o “tapering” de seu programa de compras usuais (APP) no 2º trimestre – com redução gradativa de €40 bilhões em abril para €30 bilhões em maio e €20 bilhões em junho, deixando em aberto a calibração das compras no 3º trimestre. Caso as pressões inflacionárias se mantenham persistentes, o ECB, muito provavelmente, encerrará as compras líquidas no 3º trimestre para então iniciar a normalização de juros no fim do ano.

BRASIL: PROJEÇÕES DE INFLAÇÃO PARA 2022 E 2023 CONTINUARAM AUMENTANDO EM MARÇO

A dinâmica de inflação em março permaneceu desfavorável no Brasil. A elevada inflação de administrados no mês foi influenciada pela alta da gasolina, consequência direta do conflito na Europa. O excesso de chuvas no verão também prejudicou as lavouras, pressionando a inflação de alimentos in natura. O aumento de preços de alimentos pode ser mais persistente em função das altas das commodities agrícolas, como o trigo, e dos fertilizantes – a produtividade da safra 2022/2023 tende a diminuir.

Apesar do forte impacto dos choques externos nos preços de alimentos e dos administrados e, portanto, no comportamento do índice geral, as medidas subjacentes de inflação permaneceram muito elevadas em fevereiro e março, sinalizando grande disseminação inflacionária.

O grupo de bens industriais, por exemplo, também contribuiu para uma difusão elevada da inflação, seja nos preços de automóveis, cuidados pessoais, vestuário ou eletrônicos, explicitando a persistência das restrições nas cadeias de produção e no repasse de custos. Apesar de os índices acumulados em 12 meses não terem aumentado em março, a dinâmica dos preços dos bens industriais tem sido mais inercial do que o previsto.

Já na inflação de serviços, observa-se os efeitos da inflação de 2021, como o reajuste em educação de quase 6%. A expectativa é de que esses reajustes desacelerem à medida que os riscos ligados à pandemia se dissipem. Em resposta às surpresas de curto prazo, os participantes de mercado elevaram suas projeções de inflação IPCA para 2022 e 2023 para níveis bem acima do centro da meta de, respectivamente, 3,50% e 3,25%. Nossas projeções estão por volta de 7% e 4% respectivamente, refletindo, especialmente, a alta dos combustíveis e a perspectiva de alimentos mais caros.

Por outro lado, há fatores que podem trazer um certo alívio. O cenário hidrológico e os níveis dos reservatórios sustentam a redução de bandeira tarifária de energia elétrica em maio. Ademais, o ano eleitoral estimulou o governo a anunciar medidas populares para redução de preços de bens industriais e da gasolina. A redução do IPI e a mudança na cobrança do ICMS de combustíveis trarão alívio ao longo do 2º semestre, a depender da capacidade de repasse do mercado e da adesão dos governadores. Outro fator que exerce pressão baixista para a inflação é a recente valorização do real, que passou a se movimentar de acordo com os fundamentos: preços de commodities elevados e diferencial nas taxas de juros.

Neste contexto, o Banco Central do Brasil foi uma das primeiras autoridades monetárias a iniciar um aperto monetário pós-pandemia. Em sua última reunião, o Copom decidiu pela alta de 100 pontos base (pb) e a promover outra alta de igual magnitude na reunião de maio. Apesar da postura dura devido ao ambiente de incerteza sobre preços internacionais, o Comitê apresentou um cenário alternativo, ao qual atribuiu maior probabilidade – retorno do petróleo para níveis anteriores à invasão da Ucrânia. Neste cenário, a taxa de juros alcançada de 12,75% em maio seria o suficiente para trazer a inflação para a meta em 2023, prazo relevante para a política monetária.

Durante a conferência do Relatório Trimestral de Inflação de março de 2022, o presidente do Banco Central reforçou a leitura do cenário alternativo, mostrando-se relutante em elevar a taxa Selic para patamar acima de 12,75%, desde que as expectativas de mercado para o IPCA de 2023 formuladas até junho não aumentem de forma significativa.

Apesar da parada abrupta do ciclo de juros com uma alta de 100 pb, a autoridade monetária parece convencida de que o melhor é esperar o desfecho dos conflitos geopolíticos para avaliar melhor os prováveis efeitos de 2ª ordem dos choques de preços. A expectativa do Copom é de que os efeitos das altas da taxa Selic sobre a atividade tendem a se concretizar nos próximos meses, com uma desaceleração da atividade.

A avaliação de alguns analistas de mercado, porém, é de que será necessário aumentar a taxa Selic além dos planejados 12,75%, pois os números de inflação acumulados em 12 meses dificilmente diminuirão de forma expressiva até junho. Como resultado, o Copom precisaria adotar uma postura mais contundente, a fim de evitar a desancoragem das expectativas de inflação para 2023 e 2024. Assumindo que a alta de juros seja improvável durante o período eleitoral, uma alternativa seria encerrar o aperto monetário com uma alta para 13,25% em junho e indicar que os juros permaneceriam estáveis até, pelo menos, meados de 2023.

PERFORMANCE: GUERRA E INFLAÇÃO ELEVAM A INCERTEZA NOS MERCADOS

O Fundo Macro Capital Equity Hedge teve um resultado positivo em março, em um ambiente de alta incerteza. Essa dinâmica foi gerada em duas frentes. A invasão da Ucrânia pela Rússia e seus impactos nos preços de commodities de energia e agrícolas agregaram muita incerteza ao comportamento das taxas de juros, das bolsas e das moedas. Em uma segunda frente, a continuação do aumento da inflação acumulada em 12 meses na maioria dos países exigiu que os bancos centrais dos países desenvolvidos sinalizassem a necessidade de normalização dos juros básicos e de aperto quantitativo mais brevemente do que antecipado anteriormente.

A maior contribuição positiva ao desempenho veio das posições em ações brasileiras. Ao longo do mês aumentamos gradualmente as exposições bruta e líquida da carteira em função das perspectivas mais favoráveis nos cenários doméstico e internacional advindas da expectativa de resolução do conflito geopolítico. Ao mesmo tempo, implementamos também uma rotação gradual das posições dos setores de commodities e bancos para os setores e companhias sensíveis ao crescimento econômico e às taxas de juros locais.

Apesar de as ações de menor porte e de baixo volume de negociação apresentarem preços excessivamente descontados e oportunidades de retornos muito atrativos, o fundo continuou privilegiando ações de maior liquidez e maior capitalização em função da continuidade do movimento de migração dos recursos da renda variável para a renda fixa e do resgate nos fundos multimercados e de ações. No atual contexto de alta incerteza, consideramos que seria melhor manter um número menor e menos concentrado de posições.

As maiores contribuições positivas individuais foram em posições nos setores de vestuário, shoppings, consumo, bancos e e-commerce, bem como em opções de Azul e de Vale do Rio Doce.

Em América Latina, optamos por realizar os ganhos obtidos na posição de bancos no Chile. Remontamos também a posição em uma alocação do setor aéreo mexicano que tinha sido zerada no começo de março, em função das incertezas sobre a invasão da Ucrânia pela Rússia e seu impacto sobre o preço dos combustíveis. Ações de empresas do México dos setores de Restaurantes e Propriedades também agregaram retorno positivo ao desempenho da carteira.

Em bolsas globais, zeramos a posição em bolsa chinesa no início de março por receio do contágio do país em relação ao conflito do leste europeu. Ao mesmo tempo, mantivemos posição relativamente neutra nas bolsas americanas na maior parte do mês. Seguimos com um posicionamento de valor relativo entre os índices Dow Jones e Nasdaq, como forma de refletir uma visão mais negativa sobre as taxas de juros americanas.

Na carteira de valor relativo tivemos um resultado negativo. A maior detratora deste resultado foi uma posição no setor de Educação. Seguimos com posições relativas nos setores de Distribuição de Combustíveis, Bancos, Concessões Rodoviárias, entre outros. No fim de março, adicionamos uma posição de valor relativo entre ações do setor de Alimentos do México.

Time Macro Capital

OBJETIVO

O Macro Capital Equity Hedge é um Fundo Multimercado Long & Short Direcional que tem por objetivo proporcionar aos seus cotistas retornos absolutos positivos e consistentes no longo prazo. O fundo procura obter rentabilidade superior ao CDI através de estratégias com instrumentos de renda variável, com exposição primordialmente em Brasil complementadas por exposições em bolsas globais e ações de América Latina. Os investimentos são realizados a partir de uma sólida abordagem macroeconômica combinada com uma completa análise fundamentalista, além de uma rigorosa avaliação dos riscos envolvidos.

POLÍTICA DE INVESTIMENTOS

O Fundo se baseia na identificação de distorções de preços entre ativos de renda variável, com posições compradas e vendidas, construídas de forma absoluta ou relativa, tornando o fundo menos dependente de movimentos direcionais de mercado. O fundo direcionará, no mínimo, 95% (noventa e cinco por cento) de seu patrimônio em cotas do fundo MACRO CAPITAL EQUITY HEDGE MASTER FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO.

PÚBLICO ALVO

Investidores em geral, pessoa física e jurídica, assim como fundos de investimento.

ESTATÍSTICAS

COTA	PL ATUAL (R\$ Mil)	PL MÉDIO ¹ (R\$ Mil)	PL MASTER (R\$ Mil)
0.9980160	6,981	6,958	6,974

CARACTERÍSTICAS DO FUNDO

Macro Capital Gestão de Recursos	Multimercado Long & Short Direcional	D+0	D+29	D+30
GESTOR	ESTRATÉGIA	COTIZAÇÃO DE APLICAÇÃO	COTIZAÇÃO DE RESGATE	LIQUIDAÇÃO DE RESGATE
Banco Itaú / Intrag	29/10/2021	R\$ 5,000	R\$ 1,000	R\$ 5,000
CUSTODIANTE & ADMINISTRADOR	DATA DE INÍCIO	APLICAÇÃO MÍNIMA	MOVIMENTAÇÃO MÍNIMA	SALDO DE PERMANÊNCIA MÍNIMO
41.569.874/0001-41	Longo Prazo	100% CDI	2,0% a.a.	20% do que exceder o CDI
CNPJ	CLASSIFICAÇÃO TRIBUTÁRIA	BENCHMARK	TAXA DE ADMINISTRAÇÃO	TAXA DE PERFORMANCE

¹Patrimônio líquido médio mensal desde o início.

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.

