

CARTA DO GESTOR

Macro Capital Equity Hedge

ABRIL 2022

O RISCO DE UM CENÁRIO DE ALTA INFLAÇÃO E DE FORTE DESACELERAÇÃO ECONÔMICA

Um espectro ronda os mercados – a estagflação. Em abril, os ativos de risco sofreram com a combinação de elevada inflação, bancos centrais com políticas menos estimulativas e deterioração das perspectivas de crescimento global. Na Europa, a guerra na Ucrânia e a implementação de sanções econômicas vêm pressionando os preços de energia, o que reduz a confiança dos agentes econômicos. Na China, novos surtos de Covid levaram as autoridades à implementação de lockdowns em algumas partes do país, afetando a atividade local e exacerbando os gargalos nas cadeias de suprimento. A piora no cenário global, porém, não alterou os planos dos maiores bancos centrais, que sinalizaram maior urgência na normalização dos juros.

As comunicações do banco central americano, em particular, estiveram em realce. Ao final de março, o presidente do Federal Reserve (Fed), Jerome Powell, frisou a necessidade do comitê de política monetária (FOMC) de levar os juros para patamares neutros com celeridade. Alguns membros do FOMC reforçaram a expectativa de aumentos de juros de forma metódica, enquanto outros demonstraram urgência na antecipação de parte do ajuste da taxa de juros.

Os participantes de mercados reagiram de acordo, aumentando o prêmio de risco embutido nas taxas de juros.

O persistente aumento dos juros globais e a queda nas bolsas ilustram a importância da trajetória da política monetária para o desempenho dos ativos de risco em 2022.

A expectativa da maioria dos analistas de mercado é de que a inflação nos EUA diminua moderadamente nos próximos meses. É menos claro, porém, como o banco central reagirá a esse recuo gradual: estaria o Fed sendo taticamente “hawkish”? Quão agressivo o Fed ainda precisa ser para debelar a inflação? O Fed conseguirá esfriar a economia sem jogá-la em uma recessão?

INFLAÇÃO TEMPORARIAMENTE TRANSITÓRIA

Durante sua última arguição no Congresso, o presidente Jerome Powell explicou que o FOMC vê a alta inflação impactada tanto por fatores do lado da oferta quanto do lado da demanda. A inflação de oferta, causada pela falta de insumos resultante de gargalos nas cadeias de suprimento, não requereria forte reação da política monetária, enquanto a inflação de demanda exigiria expressiva resposta do banco central. Portanto, a principal questão é responder quanto da inflação atual de 8,5% pode ser atribuída à restrição de oferta e quanto ao excesso de demanda. Em outras palavras, o Fed precisa definir qual é o tamanho real do seu desafio.

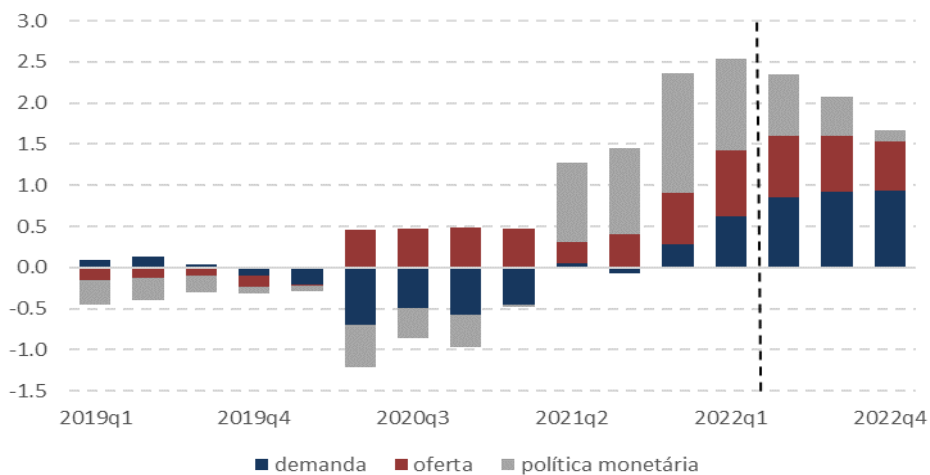
Investigar a natureza da inflação e identificar o impacto da demanda são exercícios recorrentes para os bancos centrais. O atual economista-chefe do Banco da Inglaterra, por exemplo, usou um modelo estrutural para destrinchar a inflação entre fatores de oferta, de demanda e de política monetária (impacto de taxas de juros “fora do lugar”). Usando essa ferramenta, que é disponibilizada por pesquisadores do Banco Central Europeu, é possível replicar o exercício com os últimos dados dos EUA.

Os resultados mostram que fatores do lado da oferta teriam respondido por cerca de 0,75 ponto percentual do desvio do núcleo de inflação da meta no 1º trimestre de 2022, similar à magnitude da contribuição do fator demanda. O maior responsável, com mais de 1 ponto percentual, é a pressão gerada pela política monetária, ou seja, taxas de juros ainda muito estimulativas.

Essa conclusão reforça a necessidade de aumento dos juros para a normalização da inflação, como comunicado pelo Fed. Mas levar a taxa de juros para a neutralidade já no fim deste ano, como sugerem alguns membros do FOMC, seria suficiente para corrigir o estímulo excessivo? Ou essa estratégia ainda deixaria o Fed muito “atrás da curva”?

As simulações do modelo com base nas estimativas de consenso da Bloomberg para o restante do ano de 2022 revelam que (Gráfico 1): (i) elevar a taxa do fed funds para 2,5% no fim de 2022 praticamente elimina o estímulo monetário, ou seja, o Fed atingiria um patamar neutro do ponto de vista da inflação; (ii) a pressão do lado da oferta diminui moderadamente, alcançando 0,6 ponto percentual; e (iii) a contribuição da demanda não diminui, ficando pouco abaixo de 1 ponto percentual.

Gráfico 1: Núcleo de inflação PCE – composição da contribuição (desvio da média, ponto percentual)



Fonte: Banco Central Europeu, Macro Capital

A simulação indica que o núcleo de inflação continuaria elevado mesmo após a normalização da taxa de juros. Assim, o FOMC precisaria prolongar o ciclo de aperto monetário e aumentar os juros para níveis restritivos, como esperado pelo mercado. Há fatores, no entanto, que sugerem que o comitê não deve adentrar muito em território restritivo: (i) a ainda significativa pressão do lado da oferta; (ii) as estimativas de tendência estrutural da inflação acima de 2%; (iii) o objetivo declarado de guiar a economia para um “soft landing” partindo de um patamar de sobreaquecimento significativo do mercado de trabalho; e (iv) o fortalecimento da relevância do balanço do banco central na estratégia de retirada de estímulos.

O FOMC NA CORDA BAMBÁ

O Fed reconhece que subestimou a severidade e a persistência de pressões inflacionárias pelo lado da oferta. Todavia, a instituição mantém a leitura de que continua sendo provável a dissipação dessas pressões ao longo do tempo, apesar da magnitude e do timing desse alívio serem incertos. A diretriz é não contar com essa distensão no curto prazo e atuar em resposta à efetiva comprovação da melhoria nas condições de oferta. Essa comunicação sugere que, mesmo antes de aumentar a taxa de juros acima do patamar neutro (quando a política monetária começaria a coibir a inflação de demanda), o Fed estaria disposto a reduzir o ritmo de aperto em resposta à dissipação das pressões inflacionárias pelo lado da oferta.

Essa postura “data-dependent” embute a relevância dos fatores de oferta na inflação – como sugerido pelas nossas simulações – e o “soft landing” da economia americana. Mesmo assim, a demora na descompressão dos indicadores de demanda por trabalhadores e de crescimento salarial pode conduzir à alta mais significativa da taxa de juros nas próximas reuniões do FOMC para reduzir tempestivamente a inflação. Isso pode desaquecer a atividade a ponto de resultar em uma recessão em até dois anos.

Além disso, há indícios de que a tendência da inflação teria se deslocado para cima. Nesse caso, trazer a inflação rapidamente de volta para 2% pode gerar um alto custo em termos de atividade se o movimento estiver sendo causado por fatores estruturais como a reorganização das cadeias de suprimento, os novos padrões de trabalho pós-pandemia ou uma nova função de reação das autoridades monetárias e fiscais. Parte do FOMC parece sensível a esse argumento – enquanto o presidente Powell fala em trazer a inflação para a meta em três anos, a presidente do Fed de San Francisco, Mary Daly, menciona um horizonte de cinco anos.

CARNEIRO EM PELE DE LOBO?

A comunicação do FOMC é clara no curto prazo: o banco central acelerará o ritmo de aperto para 50 pontos base ou mais nas suas próximas reuniões. Todavia, enquanto o Fed subia o tom na comunicação dos juros nos últimos meses, os swaps de inflação continuaram em alta, indicando que o comitê não foi visto como excessivamente agressivo. As reações de mercado às últimas reuniões do FOMC também não têm sido inquestionavelmente negativas.

Seguindo a classificação da reação do mercado usado por pesquisadores do Fed, desde que a instituição deixou de caracterizar a inflação como transitória, somente a reunião do FOMC de janeiro foi percebida como “hawkish”. Os participantes de mercado parecem ter entendido os documentos do Fed em dezembro e em março como otimistas com a economia, embora o discurso de Powell no dia 21 de março tenha sido interpretado como “hawkish”.

Houve recrudescimento dessa ambiguidade na comunicação dos membros do Fed em abril – enquanto alguns defenderam aumentos metódicos da taxa de juros, outros gostariam de uma maior antecipação do ciclo de aperto monetário. Não surpreendente que a volatilidade implícita do swaption OIS 2y3m, um indicador de incerteza de política monetária, está no seu maior patamar desde 2008.

MARCHANDO PARA JUROS RESTRITIVOS

O Fed tende a buscar um aperto das condições financeiras “metodicamente” nos próximos meses, amparado pela manutenção de projeções de inflação de longo prazo ancoradas. Levando em conta a experiência negativa de 2018, o FOMC caminhará para o patamar de juros neutros com cuidado, assumindo que o ápice da inflação já tenha ficado para trás. Se essa abordagem ganhar tempo para que o lado da oferta se ajuste, o Fed estará, então, mais longe de uma recessão.

Com a piora do cenário de crescimento global e o recente aperto das condições financeiras, o equilíbrio do Fed pode se tornar mais evidente. Isso diminuiria a pressão sobre o achatamento da curva de juros, contribuindo para que o espectro de estagflação perca força.

¹Cascaldi-Garcia, Loria e López-Salido (2022), “Is Trend Inflation at Risk of Becoming Unanchored The Role of Inflation Expectations”, FEDS Notes. McMahon, Reichlin and Ricco (2021), “Understanding Inflation Risks in the US and in the Euro Area”, VOXEU.org

PRIMEIRO ENTRE IGUAIS

Apesar de ter iniciado o ciclo de alta após alguns bancos centrais do G10, o Fed está lidando com um dos quadros inflacionários mais desafiadores do grupo. Além disso, o grande impacto do banco central americano sobre as condições financeiras globais também confere liderança ao Fed. Isso favorece a apreciação do dólar. Por outro lado, o ciclo de aperto em outras jurisdições, como o Reino Unido, deveria limitar a apreciação da moeda americana.

Não foi o que ocorreu em abril, quando a piora do quadro de crescimento na China e Europa, juntamente com o aumento da aversão a risco nos mercados suportaram o dólar. Além disso, a decisão do banco central do Japão de manter o controle da curva de juros frente à alta dos juros dos EUA gerou significativa depreciação do iene. O dólar ganhou em atratividade em resposta: ao peso do elevado risco geopolítico sobre o euro; aos resultados desfavoráveis de conjuntura do Reino Unido sobre a libra esterlina; e a tolerâncias das autoridades chinesas à maior fraqueza do yuan.

PERFORMANCE: ABRIL FOI MAIS UM MÊS DESAFIADOR PARA A RENDA VARIÁVEL

A queda do Ibovespa de mais de 10% em abril foi o pior desempenho mensal desde março de 2020 (auge da volatilidade da pandemia de Covid-19), tendo sido também o maior declínio da bolsa brasileira para um mês de abril desde 2004. No ano, a alta acumulada, que havia superado os 15% até março, diminuiu para um patamar inferior a 3% em abril.

As demais bolsas de países desenvolvidos e emergentes também foram fortemente impactadas: o S&P 500 fechou em baixa de quase 9% e o Nasdaq recuou mais de 13% em abril, a maior queda mensal desde a crise de 2008, enquanto as bolsas do Chile e do México recuaram mais de 10% em dólares.

Para a bolsa brasileira, iniciamos abril com uma visão mais construtiva em função: do forte fluxo de recursos estrangeiros durante todo o 1º trimestre; da possibilidade de a inflação estar se aproximando do seu ápice; da proximidade do fim do ciclo de aperto monetário; de indicações de uma atividade econômica mais resiliente; e de valuations bastante descontados.

Ao longo do mês, porém, reduzimos a exposição líquida direcional da carteira em função:

- (i) da forte e contínua pressão inflacionária em diversos países;
- (ii) dos impactos econômicos gerados pelos lockdowns na China, elevando o risco de menor crescimento econômico global e de novas restrições nas cadeias de suprimentos;
- (iii) do aprofundamento da guerra na Ucrânia, com aumento das sanções contra a Rússia; e
- (iv) interrupção e reversão do fluxo de recursos estrangeiros para o Brasil.

Migramos parte das posições de maior convicção para a carteira de valor relativo e neutralizamos as alocações direcionais com posições vendidas em índice. Como resultado, mantivemos uma exposição líquida vendida em bolsa Brasil na 2ª metade do mês.

Setorialmente, mantivemos visão favorável sobre o setor de varejo e de consumo focado no público de alta renda, em especial nos segmentos de vestuário, calçados e shopping centers. Continuamos também com alocações nos setores de energia, proteínas e soft commodities. Empresas desses segmentos tiveram contribuição positiva para o resultado da carteira em abril. Todavia, os ganhos não foram suficientes para compensar o desempenho negativo das ações de média capitalização e liquidez, mais sensíveis ao fluxo e desempenho da economia e que foram impactadas pela forte realização de mercado no mês.

Na estratégia de valor relativo, tivemos um incremento importante no número de posições e da exposição bruta, conforme mencionado anteriormente. O destaque negativo da carteira foi em um par do setor de educação, enquanto houve contribuição positiva nas alocações nos setores financeiro, de vestuário, de e-commerce e de varejo alimentar.

Em linha com a decisão na carteira local, migramos para uma posição liquidamente vendida em futuros de S&P na 2ª metade de abril. Optamos, também, em zerar a posição relativa entre os índices Dow Jones e Nasdaq, capturando os ganhos obtidos na posição e reduzindo o risco advindo da volatilidade extrema gerada pela temporada de resultados das big techs. Tanto a exposição direcional quanto de valor relativo em bolsas americanas contribuíram positivamente para o desempenho do fundo no mês.

Em América Latina, mantivemos a exposição comprada em quatro nomes de grande convicção na região dos setores de tecnologia, restaurantes, empreendimentos industriais e aéreo. Acompanhando o desempenho negativo dos demais mercados, essas alocações também contribuíram negativamente para o desempenho da carteira.

Montamos uma posição de valor relativo entre duas empresas mexicanas do setor alimentício, com resultado positivo gerado pela divulgação de resultados trimestrais e da perspectiva favorável no ano.

Após o desenvolvimento por um período relativamente extenso, iniciamos em abril as primeiras posições de valor relativo entre ações sugeridas pelo nosso modelo quantitativo. As posições sugeridas pelo time quantitativo passam pelo crivo do time de renda variável, que analisa os fundamentos, perspectivas e catalisadores das ações antes da sua implementação. Em um primeiro momento, montamos posições nos setores financeiro e de saúde.

Time Macro Capital

DESCRIÇÃO

O fundo busca 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.

| ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE | 2022 (%) | DESDE O INÍCIO (%) |
|---------------------------|--------------|--------------------|
| Direcional Ações | -1.30 | -1.94 |
| Brasil | -1.21 | -1.50 |
| Global | 1.01 | 1.07 |
| Latam | -1.10 | -1.51 |
| Valor Relativo | -1.24 | -0.88 |
| Quant | -0.05 | -0.05 |
| Taxas e Custos | -0.81 | -1.41 |
| CDI | 3.28 | 4.68 |
| Total | -0.12 | 0.40 |

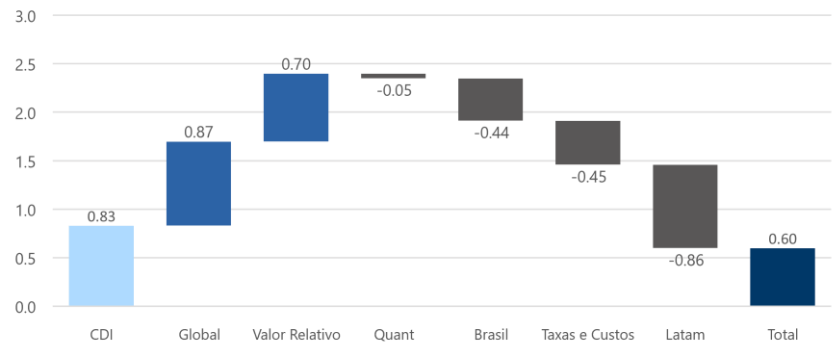
RENTABILIDADE (%)

| Mês | Ano | Desde o início |
|------|-------|----------------|
| 0.60 | -0.12 | 0.40 |

RISCO

| |
|------------------------|
| Volatilidade Realizada |
| 6.66% a.a. |

ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE NO MÊS (%)



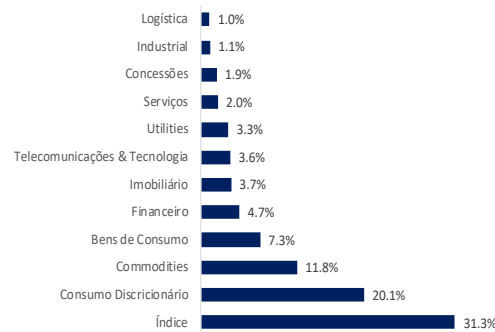
ANÁLISE DE LIQUIDEZ

| Market Cap | Liquidez | | |
|----------------------|----------|-----------------------|-------|
| < R\$ 5 bi | 16.1% | < R\$ 10 mm | 3.0% |
| R\$ 5 bi a R\$ 10 bi | 15.2% | R\$ 10 mm a R\$ 50 mm | 13.4% |
| > R\$ 10 bi | 31.9% | > R\$ 50 mm | 46.9% |

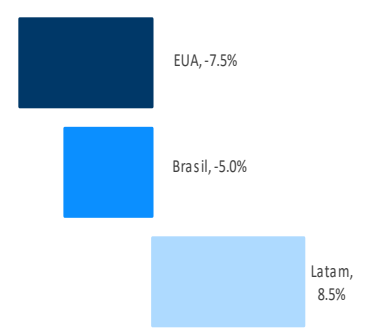
EXPOSIÇÃO NO PERÍODO

| | Mês |
|-------------|--------|
| Bruta | 92.0% |
| Líquida | -4.0% |
| Gross Long | 44.0% |
| Gross Short | -48.0% |

EXPOSIÇÃO SETORIAL³



EXPOSIÇÃO GEOGRÁFICA²



RENTABILIDADE HISTÓRICA

| | jan | fev | mar | abr | mai | jun | jul | ago | set | out | nov | dez | ano | desde o início |
|--------------|--------|--------|-------|-------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|--------|-------|--------|----------------|
| 2021 | | | | | | | | | | | | | | |
| Fundo | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | -2.42% | 3.02% | 0.52% | 0.52% |
| CDI | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | 0.59% | 0.76% | 1.35% | 1.35% |
| 2022 | | | | | | | | | | | | | | |
| Fundo | -0.13% | -1.49% | 0.92% | 0.60% | - | - | - | - | - | - | - | - | -0.12% | 0.40% |
| CDI | 0.73% | 0.75% | 0.92% | 0.83% | - | - | - | - | - | - | - | - | 3.28% | 4.68% |

CARACTERÍSTICAS DO FUNDO

| Macro Capital Gestão de Recursos | Multimercado Long & Short Direcional | 10/29/2021 | D+0 | D+29 / D+30 | R\$ 6,788 Mi |
|----------------------------------|--------------------------------------|------------------|-----------------------|-----------------------------|-----------------------|
| GESTOR | ESTRATÉGIA | DATA DE INÍCIO | COTA DE APLICAÇÃO | COTA DE RESGATE | PATRIMÔNIO LÍQUIDO |
| Banco Itaú / INTRAG | Investidores em Geral | R\$ 5,000.00 | R\$ 1,000.00 | R\$ 5,000.00 | R\$ 6,926 Mi |
| CUSTODIANTE & ADMINISTRADOR | PÚBLICO ALVO | APLICAÇÃO MÍNIMA | MOVIMENTAÇÃO MÍNIMA | SALDO DE PERMANÊNCIA MÍNIMO | PL MÉDIO ¹ |
| 41.569.874/0001-41 | Longo Prazo | 100% CDI | 2.0% a.a. | 20% do que exceder o CDI | R\$ 6,779 Mi |
| CNPJ | CLASSIFICAÇÃO TRIBUTÁRIA | BENCHMARK | TAXA DE ADMINISTRAÇÃO | TAXA DE PERFORMANCE | PL MASTER |



A Macro Capital não comercializa nem distribui cotas de investimentos. Para investir em nossos fundos, contate um distribuidor autorizado. A Macro Capital não se responsabiliza por danos ou prejuízos decorrentes do uso 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.