

CARTA DO GESTOR

Macro Capital Equity Hedge

MAIO 2022

INFLAÇÃO PERMANECE ALTA E PERSISTENTE

As leituras de inflação continuaram a superar as projeções dos participantes de mercado em abril e maio, estimulando novas revisões para cima das expectativas para o IPCA de 2022 e de 2023. Diferente do ano passado, quando parte considerável das surpresas concentrou-se em choques exógenos presentes nos preços administrados, a composição da inflação deste ano tornou-se mais desfavorável. Com uma difusão acima de 75%, é possível verificar um caráter mais inercial nos preços de serviços, refletindo um repasse de custos represados durante a pandemia e uma atividade econômica mais forte do que a esperada. Além disso, os preços de commodities elevados e a continuação da existência de restrições nas cadeias de suprimentos têm contribuído para uma maior persistência dos preços de bens industriais.

Somam-se a essa dinâmica, choques altistas em diversos flancos: o clima desfavorável para a alimentação in natura no 1º trimestre pressionou os preços de alimentos e a pressão sobre as commodities agrícolas gerada pela invasão da Ucrânia. A guerra e as sanções contra a Rússia impulsionaram o preço internacional do petróleo, tornando inevitável a elevação de preços domésticos dos combustíveis. As novas ondas de Covid-19 na China, seguidas de lockdowns em várias cidades no país, também reverteram a esperança de alívio nos gargalos de oferta de bens industriais.

Mensurar estes efeitos também ficou mais difícil nos últimos meses. No Relatório de Inflação publicado em março deste ano, o Banco Central decompôs a inflação do ano passado e mostrou que cerca de 4 pontos percentuais (pp) dos 6 pp do desvio da meta em 12 meses tiveram origem no exterior. A medida inclui não apenas o efeito da inflação de commodities sobre os preços livres, mas também o efeito do petróleo sobre os administrados. Uma análise semelhante para o 1º trimestre sugere que cerca de 3 pp dos 7 pp do desvio advém da inflação importada. Entretanto, a participação da inércia e das expectativas cresceu de 1,5 pp para 2 pp, enquanto a parte não explicada pelo modelo aumentou de 1,2 pp para 2,8 pp, comprovando a dificuldade de antecipar a trajetória da inflação nos próximos trimestres.

Portanto, as projeções para 2022 tem se aproximado rapidamente dos 10% observados em 2021. De acordo com as nossas projeções, após permanecer acima de 11% de março até julho, a inflação em 12 meses recuará para 9,2% em 2022 e 5% em 2023, perfazendo três anos seguidos acima do teto da meta. Estas projeções assumem gradual normalização das cadeias de oferta, efeitos benignos sobre a inflação provenientes da política monetária e dissipação dos choques nos preços das commodities.

Diante de tamanha incerteza, os riscos apresentam-se para ambas as direções. Do lado baixista, uma eventual aprovação pelo Congresso da redução de ICMS dos combustíveis teria impacto sobre os preços administrados, podendo reduzir a inflação em até 1,30 pp – essa magnitude depende do comportamento de variáveis exógenas, como o câmbio e o petróleo.

No âmbito internacional, também há ambiguidades: o conflito na Ucrânia está durando mais do que o esperado e os mercados já começam a apreçar uma guerra de longa duração, prejudicando a oferta de petróleo, fertilizantes e alimentos. Esse ambiente pode manter os preços de commodities elevados por mais tempo. Apesar de as revisões de crescimento para baixo, especialmente na China, poderem reduzir a demanda global por bens, a desaceleração da atividade na China, causada pelas quarentenas, pode agravar os gargalos nas cadeias de suprimentos, elevando ainda mais os preços dos bens.

A apreciação do real é um possível atenuante para os riscos de inflação importada. Apesar da sua alta volatilidade, a recente apreciação parece não ter ainda sido incorporada na estrutura de preços. Apesar de um eventual aumento da aversão ao risco e da volatilidade característica em períodos eleitorais, a taxa de câmbio pode permanecer próxima aos atuais patamares caso haja uma normalização do cenário global.

Do lado doméstico, uma maior desaceleração da atividade no 2º semestre pode contribuir para a redução da inflação. Todavia, a permanência da inflação em patamares elevados por um período prolongado pode reacender a memória inflacionária e aumentar a inércia em uma economia ainda altamente indexada.

Neste cenário, o Banco Central enfrenta o desafio de buscar o cumprimento da meta no horizonte de previsibilidade, garantindo a sua ancoragem no longo prazo, ao mesmo tempo em que incorpora os custos da extensão do ciclo de aperto monetário sobre os fundamentos. Assumindo a elevação de 50 pb em 16 de junho, a alta de juros totalizará 11,25 pp por 11 reuniões consecutivas. Os efeitos do maior aperto monetário desde a implementação do Regime de Metas de Inflação, ainda estão para ser observados – projeções de mercado indicam um crescimento de 0,5% em 2023.

Dada a enorme incerteza em diversas frentes e o risco de a extensão do ciclo monetário causar enorme deterioração da economia, a decisão mais apropriada parece ser a de interromper o ciclo de aumento da taxa Selic e mantê-la em 13,25% até se assegurar a convergência da inflação para o centro da meta. O modelo de pequeno porte do Banco Central corrobora essa visão, ao projetar inflação IPCA em cerca de 8% neste ano e abaixo de 4,75% em 2023, assumindo as hipóteses do cenário de referência da instituição. Esta estratégia é mais alinhada com o discurso da “serenidade” ambicionada pelo Copom e com o posicionamento dos bancos centrais dos países desenvolvidos, que temem uma desaceleração muito rápida da atividade.

Esta estratégia não está imune, porém, a riscos relevantes. Caso a inflação não recue de forma significativa, a decisão levaria à acusação de leniência do Copom, prejudicando a ancoragem das projeções em torno das metas para prazos mais longos. Uma convergência muito gradual, por outro lado, aumentaria a dificuldade de recuo da inflação, exigindo a manutenção de juros altos por um período mais longo ou até mesmo a retomada do aperto monetário.

PERFORMANCE: RISCO DE RECESSÃO GLOBAL IMPÕE NOVA DINÂMICA AOS PREÇOS DOS ATIVOS

O destaque em maio nos mercados acionários – local e global – foi a continuidade em uma escala ainda maior dos desempenhos díspares entre os preços das ações de valor e os de crescimento, assim como entre os setores da velha economia (commodities e bancos) e os da nova economia (tecnologia). A mesma diferença foi observada entre o comportamento dos preços das ações de maior liquidez e daquelas de menor liquidez e capitalização.

Apesar das sinalizações mais positivas sobre o comportamento da economia local, resultando em altas das previsões para o PIB de 2022, o aumento da aversão a risco, a maior persistência inflacionária e a potencial extensão do ciclo de aperto monetário no Brasil geraram um recuo dos preços da maior parte das ações dos setores cíclicos domésticos.

O desempenho favorável da parte da carteira com relevante concentração em commodities não foi suficiente para compensar o resultado negativo do restante da carteira composta por ações de média capitalização, sensíveis ao crescimento doméstico e do setor de tecnologia. Nesse ambiente, reduzimos ainda mais as posições de menor capitalização e liquidez, concentrando o portfólio em posições de grande resiliência. Mantivemos a exposição na carteira direcional local aos temas de: commodities, agro, bancos, setor elétrico e varejo de alta renda.

Em virtude do cenário desafiador nos EUA, com potencial revisão de lucros nos próximos meses, mantivemos uma posição estruturalmente vendida em bolsa americana na maior parte do mês. Essa posição tinha por objetivo capturar um movimento de recuo dos índices, assim como servir como hedge para posições compradas em ações brasileiras. Visto o estágio avançado do ciclo de aperto monetário, frente aos dos países desenvolvidos, os preços das ações locais incorporam aparentemente riscos já excessivos. Depois de uma realização relevante, atuamos taticamente, revertendo a posição para temporariamente comprada, de forma a capturar parte do movimento dos índices americanos na última semana do mês.

Em América Latina, dada a correlação de várias das posições com a economia e desempenho da bolsa americana, optamos por reduzir as exposições em alguns dos papéis, mantendo uma carteira com posições de grande convicção, porém em menor concentração, nos temas de transformação digital, restaurantes e setor de propriedades. A posição de valor relativo no setor alimentício do México continuou com bom desempenho.

No livro de valor relativo, os movimentos e distorções mencionados também tiveram impacto sobre algumas de nossas posições construídas sob uma ótica fundamentalista bottom-up. As contribuições negativas vieram principalmente das posições relativas nos setores de e-commerce e distribuição de combustíveis, enquanto houve resultados positivos nos setores de concessões rodoviárias, de bancos digitais e de vestuário.

Após um ano de testes, simulações e ajustes do nosso modelo quantitativo, seguimos implementando em maio a incorporação gradual de algumas posições em ações sugeridas pelo modelo e referendadas pela nossa pesquisa fundamentalista. Montamos 3 pares de valor relativo ao longo do mês, com contribuição positiva para o resultado em 7 pontos base – resultado advindo principalmente de uma posição relativa no setor financeiro.

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	-4.35	-5.00
Brasil	-3.50	-3.79
Global	0.96	1.03
Latam	-1.82	-2.23
Valor Relativo	-1.54	-1.19
Quant	0.02	0.02
Taxas e Custos	-0.95	-1.56
CDI	4.34	5.76
Total	-2.49	-1.98

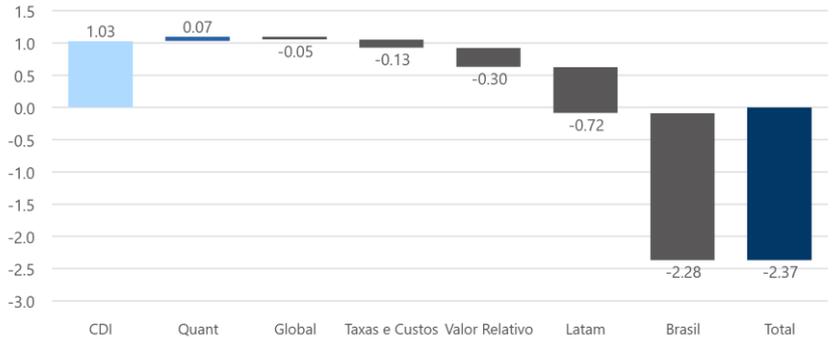
RENTABILIDADE (%)

Mês	Ano	Desde o início
-2.37	-2.49	-1.98

RISCO

Volatilidade Realizada
6.57% a.a.

ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE NO MÊS (%)



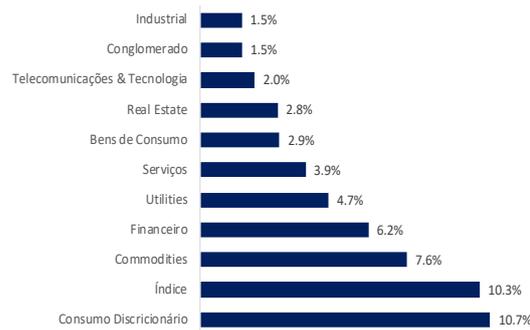
ANÁLISE DE LIQUIDEZ

Market Cap	Liquidez		
< R\$ 5 bi	8.1%	< R\$ 10 mm	0.0%
R\$ 5 bi a R\$ 10 bi	9.1%	R\$ 10 mm a R\$ 50 mm	12.1%
> R\$ 10 bi	30.3%	> R\$ 50 mm	35.4%

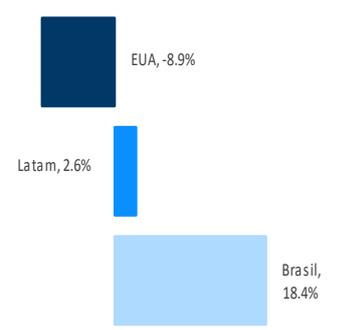
EXPOSIÇÃO NO PERÍODO

	Mês
Bruta	54.2%
Líquida	12.2%
Gross Long	33.2%
Gross Short	-21.0%

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%	-2.37%	-	-	-	-	-	-	-	-2.49%	-1.98%
CDI	0.73%	0.75%	0.92%	0.83%	1.03%	-	-	-	-	-	-	-	4.34%	5.76%

CARACTERÍSTICAS DO FUNDO

Macro Capital Gestão de Recursos	Multimercado Long & Short Direcional	10/29/2021	D+0	D+29 / D+30	R\$ 8,723 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\$ 000.00	R\$ 000.00	R\$ 7,046 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\$ 8,709 Mi
CNPJ	CLASSIFICAÇÃO TRIBUTÁRIA	BENCHMARK	TAXA DE ADMINISTRAÇÃO	TAXA DE PERFORMANCE	PL MASTER

¹Patrimônio líquido médio mensal desde o início.



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 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.