

# CARTA DO GESTOR

---

## Macro Capital Equity Hedge

JUNHO 2022

## PIORA DO CENÁRIO GLOBAL: MAIS INFLAÇÃO E MENOR CRESCIMENTO NO 2º SEMESTRE

### Cenário Global Desafiador

O cenário global é complexo. Os indicadores de países desenvolvidos dão sinais de desaceleração da atividade em meio ao aperto das condições monetárias para combater a inflação. A questão chave é quão resiliente será a atividade e quão persistente a inflação, em meio às consequências, da invasão da Ucrânia, dos gargalos das cadeias de suprimentos e das restrições associadas à eclosão de novo surto de coronavírus na China.

A avaliação dominante no ano passado era de que a inflação não aumentaria tanto e começaria a recuar já em meados do 1º semestre, tornando desnecessário começar um ciclo de aperto monetário em 2022 ou mesmo em 2023. No entanto, a contínua elevação da inflação corrente e das expectativas – muito acima de padrões históricos – modificou a perspectiva de juros estáveis por um período mais prolongado. A dinâmica dos fundamentos ampliou a magnitude da resposta requerida para garantir a convergência da inflação para suas metas, contribuindo para a leitura de que seria preciso acelerar a alta de juros, ainda mais se a atividade permanecer resiliente e o desemprego muito baixo. Adicionalmente, as diversas medidas fiscais – subsídios e redução de impostos – adotadas em diversos países para atenuar os efeitos da alta de combustíveis e de energia sobre o consumidor, reforçam não somente a resiliência da atividade, mas também a persistência inflacionária global.

O nosso cenário base global considera uma desaceleração gradual da economia com inflação mais persistente no 2º semestre, o que corrobora a expectativa de normalização mais acelerada dos juros e, portanto, um viés relativamente negativo para ativos de risco. Entretanto, a extrema incerteza requer atenção não apenas aos indicadores econômicos, mas também às consequências dos conflitos geopolíticos e do risco de novos surtos de coronavírus.

Em um cenário alternativo desfavorável, a disseminação de novos surtos de Covid-19 e o agravamento de conflitos geopolíticos – sanções adicionais à Rússia e novos cortes no fornecimento de gás à Europa – teriam impacto negativo na inflação e no crescimento, com efeito desfavorável sobre os preços dos ativos financeiros.

Por outro lado, um cenário alternativo benigno, com o fim da guerra na Ucrânia, a possível retirada das sanções contra a Rússia, a forte retomada da atividade da China e a normalização dos gargalos de suprimentos seriam positivos para a inflação e o crescimento global, contribuindo para uma menor alta de juros e um “soft landing” da economia.

Nesse ambiente, a maioria dos bancos centrais das regiões desenvolvidas enfrentam desafios similares, apesar das particularidades de cada economia, sendo igualmente difícil anteciper as dinâmicas da inflação e da atividade sob circunstâncias tão pouco usuais como as atuais.

### Inflação Elevada e Resiliente nos Estados Unidos

Nos Estados Unidos, junho foi marcado por surpresas inflacionárias. A inflação ao consumidor (CPI) foi mais disseminada tanto em categorias ligadas à reabertura da economia como passagens aéreas e hospedagem, quanto nos custos de moradia e de bens afetados pelo choque de oferta global. Além de altas de curto prazo nos preços de alimentação e energia, o núcleo da inflação também tem sido mais resiliente. Apesar desse núcleo ter recuado ligeiramente para 6,0%, a inflação em 12 meses permanece alta em 8,6%. As expectativas de inflação publicadas pela Universidade de Michigan permanecem, desde março, ao redor de 5,3% para os próximos 12 meses, com as projeções para os próximos 5 a 10 anos superando os 3,0% observados por vários meses, muito acima da meta de 2% da autoridade monetária.

O comitê de política monetária americano (FOMC) decidiu por contrariar seu “forward guidance” comunicado desde a reunião de maio, que indicava duas altas sequenciais de 0,5 ponto percentual (pp), para elevar os juros básicos em 0,75 pp. A decisão foi acompanhada por um discurso mais incisivo, principalmente em relação ao mercado de trabalho apertado. Nessa reunião também foram revisadas as projeções dos membros do Fed, os quais observam um cenário mais fraco para a atividade e uma inflação mais duradoura. O FOMC reduziu suas previsões de crescimento do PIB de 2022 para 1,7% e de 2023 para 1,7%, com as projeções de inflação PCE revisadas, respectivamente, para 5,2% e 2,6%.

O presidente do Fed, Jerome Powell, passou a atribuir menor probabilidade ao cenário central anterior de “soft landing”, assinalando que a política monetária imporá um aumento do desemprego e uma redução da demanda agregada para trazer a inflação para a meta em 2024. O banco central americano mostra-se, agora, menos sensível aos dados de atividade, só antevendo alívio no aperto monetário caso haja recuos nas leituras de inflação ou uma deterioração significativa no mercado de trabalho.

Apesar de alguns indicadores recentes de confiança e produção já mostrarem desaceleração da atividade, os dados relacionados a emprego permanecem baixos. A taxa de desemprego está próxima de 3,5%, enquanto a taxa de vagas abertas continua o dobro disso. A taxa de pedidos de demissão também permanece em patamar historicamente alto, próximo a 3,0%, comprovando a enorme oferta de trabalho e o desequilíbrio entre oferta e demanda. Como consequência, os ganhos salariais de maio alcançaram 5,2% em 12 meses, o que dificulta o declínio da inflação no curto prazo. Essa dinâmica fortalece nossa expectativa de continuidade do aperto monetário até pelo menos o início de 2023.

A estrutura a termo da taxa de juros acompanhou essa mudança de sentimento. O aumento da taxa de juros previsto para a reunião de 27 de julho do FOMC, por exemplo, aumentou de 50 pontos base (pb) no início de maio para 75 pb, enquanto a taxa para o fim do ano variou de 2,82% para 3,42%. Da mesma forma, os participantes de mercado passaram a atribuir alta probabilidade de recessão já em 2023, o que tende a contribuir para o recuo adicional dos preços de ações no mercado global.

## Cenário Desafiador também nas Principais Economias da Europa e da Ásia

Na Europa, as autoridades monetárias expressaram maior desconforto com a inflação e revisaram para baixo a expectativa de crescimento nas suas últimas reuniões.

- Na Zona do Euro, a inflação de maio alcançou 8,1%, sendo que o núcleo subiu para 3,8% na comparação anual – ambos recordes históricos. Nesse contexto de inflação alta e crescente, o Banco Central Europeu (ECB) revisou as projeções de inflação média para 6,8% em 2022 e 3,5% em 2023 e de crescimento, respectivamente, para 2,8% e 2,1%. De um lado, o cenário para o crescimento segue bastante construtivo devido à reabertura da economia, ao mercado de trabalho forte, ao suporte fiscal e à poupança acumulada. Por outro lado, a inflação continua sob pressão em várias frentes: preços de energia e de alimentos mais elevados; entraves nas cadeias de oferta, com elevação dos preços de bens; recuperação da demanda doméstica; e maiores reajustes salariais. Em vista disso, o ECB sinalizou uma alta dos juros em 0,25 pp para -0,25% em julho, e a possibilidade de promover um ajuste de igual ou maior intensidade em setembro caso não haja um alívio na inflação. Entretanto, o provável impacto diferenciado da alteração das taxas do ECB sobre as taxas de juros dos ativos de diferentes países – risco de fragmentação – representa um obstáculo para a implementação de um aperto monetário rápido ao resultar em uma maior deterioração das condições financeiras nos mercados periféricos. A autoridade monetária da Área do Euro já comunicou que tal efeito será mitigado por um novo plano de compra de títulos ou de oferta de depósitos especiais para enxugar a liquidez adicional de mercado.

- No Reino Unido, a dicotomia entre combate à inflação e estabilização do produto é a mais desafiadora entre os países desenvolvidos. A inflação de maio foi de 9,1% (núcleo em 5,9%). Mesmo sendo o maior nível desde 1982, a inflação tende a ultrapassar 10% nos próximos meses puxado por reajustes adicionais dos preços de energia. Na revisão do cenário na sua penúltima reunião (maio), o Banco da Inglaterra (BoE) surpreendeu com a divulgação de projeções de inflação mais altas em 2022 e 2023 e de crescimento próximo a zero em 2023 e 2024, por conta de efeitos do choque na renda das famílias e empresas. Nesse sentido, a chance de novos aumentos de juros foi minimizada. Na última reunião, porém, além de manter o ritmo de ajuste de 0,25 pp para 1,25%, o BoE comunicou que poderia agir de forma mais forte caso os dados e a avaliação do comitê indiquem maior persistência inflacionária. Por sua vez, os participantes de mercado interpretaram essa sinalização como indício de maior aperto monetário, o que condiz com a expectativa de crescimento em torno de 1% para 2023 e 2024, contrariando o cenário base do BoE.

Na Ásia, diferentemente do restante do mundo, a inflação ao consumidor tem sido relativamente benigna, apesar da pressão dos preços de energia, matéria-prima e alimentos. Entretanto, houve redução das previsões de expansão das principais economias da região em 2022.

- Na China, a inflação de maio permaneceu estável em 2,1%, abaixo da meta de inflação anual de 3,0%. Embora o governo chinês tenha ratificado a meta de crescimento de 5,5% para este ano, os participantes de mercado esperam crescimento menor (em torno de 4,0%) em função dos efeitos colaterais da política de “Covid zero” no país. Além disso, as restrições de mobilidade representam um obstáculo para o setor imobiliário (que já estava em desaceleração) e para a normalização da cadeia de produção, o que reforça uma inflação de bens mais persistente na maioria dos países.
- No Japão, a inflação e o núcleo de maio permaneceram relativamente estáveis em 2,5% e 2,1%, respectivamente. Apesar de o núcleo estar acima da meta de 2,0% e do desconforto com movimentos bruscos provocados pela depreciação do iene, o Banco do Japão (BoJ) indicou a manutenção da política monetária expansionista sem ajustes no programa de compra de ativos e nos parâmetros do controle da curva de juros. Além da busca pelo retorno da atividade para o seu nível pré-pandemia (a expectativa de crescimento foi revisada para 2,9% em 2022), a postura mais cautelosa da autoridade monetária é justificada pelo receio de estabilização da inflação abaixo da meta no médio prazo. No contexto de aperto monetário global, o atual desafio é como manter as taxas de juros reduzidas sem gerar forte enfraquecimento adicional da moeda doméstica.

## Brasil Enfrenta Extensão do Ciclo de Aperto Monetário

O Brasil foi um dos primeiros países a iniciar seu ciclo de aperto monetário de forma bastante rápida. O fim desse ciclo, porém, tem sido adiado desde março em razão das surpresas inflacionárias domésticas e dos choques externos – guerra da Ucrânia e eclosão de nova onda de covid-19 na China, que elevaram os preços de commodities e reforçaram os entraves nas cadeias de suprimentos. Uma política monetária mais agressiva nas economias centrais torna-se, assim, componente adicional na pressão sobre os juros locais.

O Banco Central do Brasil (BC) desacelerou o ritmo de alta da taxa de juros de 1,0 pp para 0,5 pp em junho, totalizando 11,25 pp em pouco mais de um ano. Todavia, a elevada persistência inflacionária impediu que o BC sinalizasse o fim do ciclo de aperto monetário, com a indicação de um ajuste adicional de igual ou menor magnitude em agosto.

A autoridade monetária se alinha, assim, com os demais bancos centrais ao tornar suas decisões mais dependentes do comportamento da economia, condicionando o fim da política contracionista à ancoragem das expectativas e à observação de leituras de curto prazo mais consistentes com as metas. O BC também parece ter sinalizado a intenção de interromper altas de juros após a próxima reunião, em linha com a tradição internacional de evitar alterações de política monetária durante o período eleitoral.

A influência dos juros globais sobre a política monetária do Brasil se limita, em um primeiro momento, à saída de fluxos de capital e à consequente desvalorização cambial. Em um contexto de certa resiliência da moeda local, de conta corrente favorável e de amplas reservas internacionais, parece razoável que o BC atribua peso muito maior ao avançado estágio do ciclo doméstico e aos dados divulgados até a próxima reunião. Prevemos, assim, uma última alta de 0,5 pp em agosto, acompanhando o significativo recuo da inflação – em função das medidas adotadas pelo governo. Ao mesmo tempo, esperamos que a reversão do ciclo de aperto monetário ocorra apenas no 2º semestre do próximo ano, caso as expectativas de inflação confirmem sua convergência para próximo da meta em 2024.

A extensão do ciclo de aperto monetário além da reunião de agosto só faria sentido caso houvesse nova onda de choques inflacionários, com deterioração adicional das expectativas. Um dos principais riscos para o cenário de corte de juros no 2º semestre do próximo ano está associado à possibilidade de aumentos adicionais dos gastos públicos, com a ampliação das concessões de subsídios e das transferências de recursos sem corte de outras despesas. Essas medidas contribuem para manter a inflação alta e incompatível com suas metas. As projeções de inflação IPCA para 2023 em torno de 5,5%, bem acima do teto da meta (4,75%), indicam que esse cenário não é tão improvável.

### Performance: Resultado Positivo, apesar da Intensa Incerteza em várias Frentes

O aumento da incerteza levou a bolsa do Brasil a apresentar seu pior desempenho mensal desde o auge da pandemia em março de 2020. O Ibovespa acumulou queda de 11,5% em junho, enquanto o índice SMLL, que representa o universo de ações com menor capitalização e liquidez, apresentou uma queda de mais de 16%. O EWZ, cesta de ações brasileiras negociada em Nova Iorque que leva em consideração também a variação cambial, recuou ainda mais, acumulando perda de aproximadamente 22% no mês.

Mesmo assim, iniciamos junho com uma exposição positiva na carteira de ações direcional no Brasil nos setores de commodities, agrícola, bancos, setor elétrico e varejo de alta renda em função da projeção de um maior crescimento da atividade no 2º e 3º trimestres frente às expectativas de mercado.

O aumento da volatilidade dos preços e a maior incerteza sobre o cenário global nos levou a reduzir as posições de menor capitalização e liquidez, concentrando ainda mais o portfólio em posições de grande resiliência e aumentando substancialmente os hedges da carteira. Isso reverteu nossa posição para uma alocação líquida vendida em bolsa doméstica já no início do mês.

Apesar da queda expressiva das bolsas, a exposição direcional no Brasil foi levemente positiva em junho, com as principais contribuições individuais advindas das posições vendidas nos índices SMLL e Ibovespa, em opções de venda de Ibovespa e em ações do setor de alimentos e financeiro. As principais contribuições negativas vieram de posições compradas em ações do setor de commodities, que declinaram em função do aumento do receio de uma recessão global.

A contribuição para o resultado advindo de renda variável global foi expressiva. Mantivemos uma posição estruturalmente vendida na bolsa americana em junho, dividindo a exposição entre os índices S&P e Nasdaq, com alguns movimentos de redução tática ao longo do mês. Esses dois índices fecharam o mês com perdas acumuladas ao redor de 9%, apresentando intensa volatilidade ao longo do mês, com alguns períodos de recuperação que classificamos como “bear market rallies”.

Em América Latina, reduzimos as exposições, optando por zerar uma posição do setor de tecnologia que gerou perdas em função dos movimentos globais, apesar de seus fundamentos muito favoráveis nos médio e longo prazos.

No livro de valor relativo, os ganhos nos pares nos setores financeiro, distribuição de combustíveis, proteínas e seguros não foram suficientes para compensar a perda obtida em uma posição relativa do setor de saúde. O desempenho do par foi fortemente impactado por um movimento de “short squeeze” ao longo do mês, movimento que já começou a ser revertido na última semana do mês devido à normalização da disponibilidade de aluguel dessa ação.

As posições construídas com base em nosso modelo quantitativo vão aos poucos ganhando maior relevância na carteira e no livro de pares quantitativos, com 9 pares montados durante o mês. Iniciamos também a alocação em uma carteira de ações selecionada com base num modelo quantitativo que leva em consideração os indicadores fundamentalistas das companhias.

No fim do mês, mantínhamos uma carteira direcional concentrada basicamente em ações defensivas, líquidas e de qualidade nos setores elétrico, bancos, vestuário, commodities e shoppings. No mercado dos EUA, mantemos a visão estruturalmente mais negativa para o médio prazo, em função do impacto de potenciais revisões de lucros das companhias. Na carteira de América Latina, mantivemos posições nos setores de propriedades industriais e alimentação, que são mais defensivos e continuam em um momento favorável de crescimento e de recuperação de vendas.

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 (%)
<b>Direcional Ações</b>	<b>-4.07</b>	<b>-4.71</b>
Brasil	-3.43	-3.73
Global	1.41	1.48
Latam	-2.05	-2.46
<b>Valor Relativo</b>	<b>-1.91</b>	<b>-1.56</b>
Tático	-0.01	-0.01
Quant	-0.15	-0.15
Taxas e Custos	-1.29	-1.91
CDI	5.40	6.83
<b>Total</b>	<b>-2.02</b>	<b>-1.51</b>

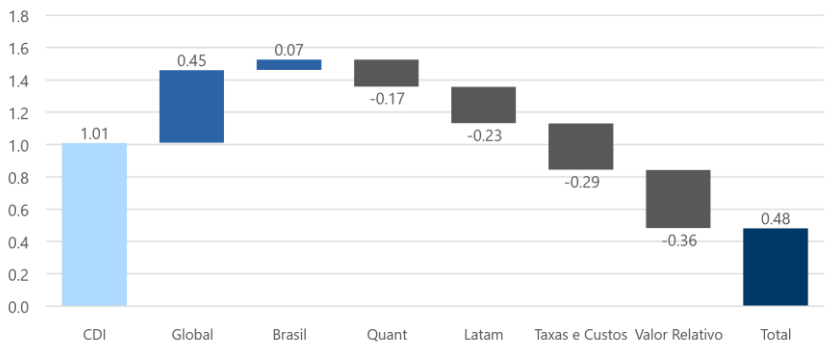
## RENTABILIDADE (%)

Mês	Ano	Desde o início
0.48	-2.02	-1.51

## RISCO

Volatilidade Realizada
6.36% a.a.

## ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE NO MÊS (%)



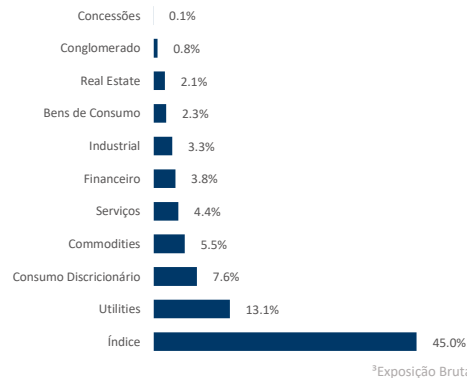
## ANÁLISE DE LIQUIDEZ

Market Cap	Liquidez		
< R\$ 5 bi	17.0%	< R\$ 10 mm	0.0%
R\$ 5 bi a R\$ 10 bi	6.3%	R\$ 10 mm a R\$ 50 mm	11.6%
> R\$ 10 bi	30.1%	> R\$ 50 mm	41.9%

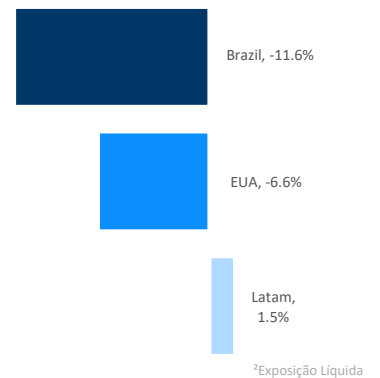
## EXPOSIÇÃO NO PERÍODO

	Mês
Bruta	87.9%
Líquida	-16.8%
Gross Long	35.6%
Gross Short	-52.4%

## EXPOSIÇÃO SETORIAL<sup>3</sup>



## EXPOSIÇÃO GEOGRÁFICA<sup>2</sup>



## RENTABILIDADE HISTÓRICA

	jan	fev	mar	abr	mai	jun	jul	ago	set	out	nov	dez	ano	desde o início
2021	<b>Fundo</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-2.42%	3.02%	0.52%	0.52%
	CDI	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.59%	0.76%	1.35%	1.35%
2022	<b>Fundo</b>	-0.13%	-1.49%	0.92%	0.60%	-2.37%	0.48%	-	-	-	-	-	-2.02%	-1.51%
	CDI	0.73%	0.75%	0.92%	0.83%	1.03%	1.01%	-	-	-	-	-	5.40%	6.83%

## CARACTERÍSTICAS DO FUNDO

Macro Capital Gestão de Recursos	Multimercado Long & Short Direcional	10/29/2021	D+0	D+29 / D+30	R\$ 8,909 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\$ 7,263 Mi
CUSTODIANTE & ADMINISTRADOR	PÚBLICO ALVO	APLICAÇÃO MÍNIMA	MOVIMENTAÇÃO MÍNIMA	SALDO DE PERMANÊNCIA MÍNIMO	PL MÉDIO <sup>1</sup>
41.569.874/0001-41	Longo Prazo	100% CDI	2.0% a.a.	20% do que exceder o CDI	R\$ 8,899 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.

<sup>1</sup>Patrimônio líquido médio mensal dos últimos 12 meses.