

CARTA DO GESTOR

Macro Capital One

JULHO 2022

UM CAMINHO AINDA LONGO PARA O CICLO DE APERTO MONETÁRIO

O mercado passou por diferentes humores desde o início deste ano, em função de diferentes percepções sobre os fundamentos da economia e das respostas dos bancos centrais dos países desenvolvidos. Em um primeiro momento, a convicção entre os participantes de mercado era de que o recuo do crescimento do PIB dos EUA – projeções no 4º trimestre de 2021 de 4% em 2022 e 2,3% em 2023 – seria compatível com o retorno tempestivo da inflação para a sua meta de 2,0% – previsões de núcleo do PCE de, respectivamente, 2,3% e 2,1%. Nesse cenário, os preços dos ativos continuariam a subir, alcançando níveis recordes.

Essa avaliação provou-se equivocada, com a inflação sendo mais permanente, disseminada e alcançando o seu maior patamar em várias décadas. A ampliação da demanda por bens foi o catalisador do processo inflacionário. Os gargalos nas cadeias de suprimentos e a menor disponibilidade de mão de obra restringiram a oferta de bens, pressionando os preços. A invasão da Ucrânia, as sanções impostas à Rússia e a menor oferta de commodities reforçaram os desbalanceamentos, elevando ainda mais a inflação. Em março, as métricas de inflação nos EUA atingiram seu maior pico até aquele momento em décadas, com o Índice de Preços ao Consumidor (CPI) registrando uma alta de 8,5% em 12 meses e seu núcleo (excluindo alimentação e energia) em também elevados 6,5%. No mesmo período, a atividade também apresentava sinais de que não desaqueceria tão facilmente, principalmente no mercado de trabalho, com uma taxa de desemprego atingindo 3,6% e os pedidos de seguro-desemprego em patamares historicamente baixos.

O Federal Reserve iniciou seu ciclo de aumento de juros nesse momento, após muita cautela para conduzir o mercado no processo de aperto monetário, que incluiu a redução do balanço do banco central americano, com a reversão do afrouxamento quantitativo – início da compra de títulos públicos e privados. Diante das revisões de projeções de inflação, o perfil da curva de juros embutia a antecipação do aperto monetário e um maior orçamento de aumento de juros como forma de diminuir a inflação para a meta de 2%.

Esse ciclo contribuiu para a expectativa de maior desaceleração da atividade, com as previsões de crescimento recuando para 2,3% neste ano e 1,5% em 2023. Esse cenário foi determinante para o declínio dos preços dos ativos, com o índice S&P 500 da bolsa americana diminuindo do seu valor máximo histórico de 4.796 pontos para o mínimo de 2022 de 3.667 pontos em junho.

A partir de julho, em um cenário de inflação mais persistente, os bancos centrais passaram a adotar uma postura mais agressiva na política monetária. O Banco Central Europeu (ECB) e Banco do Canadá (BoC), por exemplo, surpreenderam o mercado ao promover altas nas taxas de juros acima das expectativas. No entanto, os dados de atividade e de inflação nas últimas duas semanas do mês promoveram uma mudança de sentimento sobre o cenário prospectivo, dando início à atual onda de relativo otimismo nos mercados.

Dados de confiança como o PMI e pesquisas de Feds regionais apontam para uma desaceleração e até mesmo contração tanto na indústria manufatureira nos EUA, como no segmento de serviços, setor que ainda se beneficiava da mudança de padrão do consumo das famílias. Um dos setores mais sensíveis ao aperto das condições financeiras, o da construção, em particular o residencial, também vem surpreendendo com resultados negativos. A dificuldade para preencher vagas de trabalho, os custos dos insumos e a renda dos consumidores corroída pela inflação levaram os agentes a atribuir uma probabilidade crescente de que uma recessão seria iminente. Corroborando essa visão, a prévia do PIB do 2º trimestre dos EUA indicou a segunda contração seguida (-0.9% em relação ao trimestre anterior, anualizado), com desaceleração significativa do consumo das famílias. Assim, a necessidade de alta mais expressiva de juros passou a ser questionada ainda mais.

A confiança em um forte declínio da expansão da economia é compatível com uma maior convicção sobre a proximidade do ponto de inflexão da alta de preços e sobre uma atenuação rápida da inflação em 2023, ainda mais com uma menor contribuição dos preços de petróleo e de commodities agrícolas. Apesar de uma recessão mais próxima contribuir para a redução dos preços dos ativos, a percepção de que o aperto monetário pode ser revertido rapidamente conduz ao deslocamento para baixo da curva de juros e à diminuição da taxa de desconto intertemporal.

Foi sob esta ótica que o mercado recebeu a comunicação da última reunião do FOMC. Mesmo promovendo o aumento mais rápido de juros em quase três décadas, com duas altas seguidas de 75 pontos base (pb), o presidente do Fed Jerome Powell fez ajustes em seu discurso durante a coletiva que foram interpretados como uma maior preocupação do banco central com o desempenho da atividade. Destacam-se três pontos: apesar de notar uma acomodação nos indicadores da economia, ainda não se vê a economia americana em recessão e que esta não seria o objetivo do Fed; com a *federal funds rate* atingindo o patamar considerado neutro entre 2,25% e 2,75% ao ano, as decisões de política monetária serão mais dependentes dos dados; e as decisões serão tomadas reunião a reunião e em algum ponto no futuro, a queda sequencial de inflação justificaria a desaceleração do ritmo de altas.

A curva de juros americana no fim de julho apreçava taxa de juros de 2,88% para o prazo de dois anos, 2,68% de cinco anos e 2,65% de 10 anos. A curva de juros embutia alta da taxa básica de 58 pb na reunião de setembro, 28 pb em novembro e 12 pb em dezembro, com o fed funds alcançando 3,31% no fim deste ano. Além disso, os participantes de mercado esperam início do corte de juros já no 2º trimestre de 2023, com redução de mais de 50 pb no próximo ano.

Apesar dessa expectativa de ciclo de aperto monetário reduzido nos EUA, há fortes indícios de que a atividade ainda está bastante resiliente, especialmente no mercado de trabalho, sendo esse provavelmente o principal termômetro para a avaliação sobre o êxito da missão de desaceleração da demanda. A taxa de participação estável e a oferta de empregos muito maior do que o número de trabalhadores dispostos a ocupá-los, um hiato de cerca de 5,5 milhões de pessoas, sugerem que, no curto prazo, o aumento do desemprego tende a ser lento e a alta dos salários não diminuirá. Da mesma forma, a inflação continua a aumentar, com o CPI alcançando novo nível recorde de 9,1% em 12 meses. A dinâmica atual apresenta uma disseminação ainda maior da alta de preços, em particular nos setores de aluguel, automóveis e serviços de saúde.

Mesmo com os primeiros sinais de desaceleração da economia, os preços dos ativos do fim de julho não parecem sustentáveis sem que haja uma comprovação mais firme de convergência da inflação para 2%. O significativo recuo das taxas de juros nos EUA e o aumento dos preços dos ativos de risco contribuem para um afrouxamento das condições financeiras, atenuando o aperto monetário necessário para ajustar a demanda agregada. Ao mesmo tempo, a taxa de juros real mais baixa também não parece compatível com um recuo tempestivo da taxa de inflação de longo prazo nos Estados Unidos. Apesar de o Fed ter abandonado o *forward guidance* devido à grande incerteza para os próximos meses, isso não significa que altas de juros seguidas nas próximas reuniões do FOMC em direção a uma eventual taxa no fim do ciclo monetário superior a 4,0% não sejam necessárias para promover o reequilíbrio entre oferta e demanda. Da mesma forma, a desaceleração da economia deve trazer ainda um recuo mais forte nos lucros das empresas e nos preços de suas ações, a fim de se verificar razões preço/lucro próximas às de outras recessões.

PERFORMANCE: ALTERAÇÕES DE NARRATIVAS IMPACTARAM A VOLATILIDADE DOS MERCADOS

A volatilidade dos preços de mercado foi extrema em vários momentos de julho, em função do alto grau de incerteza sobre qual a narrativa mais correta para a atual dinâmica – inflação persistente exigindo um ciclo mais longo de elevação de juros ou recessão iminente requerendo um ciclo mais curto de normalização monetária.

Dada nossa percepção de que teremos um ciclo mais prolongado de aperto monetário na economia global, mais particularmente nos EUA, face à maior persistência da inflação, o fundo teve uma perda de 0,18% no mês.

As posições tomadas em juros nos EUA e na Europa tiveram resultados negativos, mesmo com alguns movimentos táticos que mitigaram parcialmente as perdas nas posições.

A posição liquidamente vendida em renda variável nas bolsas americanas, que performou bem na 1ª metade do mês, trouxe um resultado negativo com a mudança de direção nos mercados de risco, principalmente após a reunião do FOMC. A posição comprada em ações da América Latina mitigou esse resultado assim como as posições em bolsa Brasil.

Mesmo com uma posição liquidamente vendida em boa parte do mês, movimentos táticos e a performance relativa do portfólio de ações de Brasil contra os índices Ibovespa e Small Caps, além do uso de outros derivativos, trouxeram resultado positivo, mas não o suficiente para compensar a perda nas posições de bolsas globais.

No portfólio de moedas, o fundo obteve um resultado positivo em posições táticas no real e negativo na posição de euros.

O destaque positivo no mês ficou com os livros Quantitativos de ações que obtiveram resultado bem positivo, demonstrando boa consistência.

No mercado de juros locais, obtivemos resultado positivo na parte curta da curva e negativo na parte intermediária, gerando uma pequena perda no mês. Continuamos posicionados na perspectiva de que não haverá alta da taxa Selic em setembro.

No portfólio global, seguimos com posições compradas em taxa de juros globais, mais particularmente na ponta mais curta da curva de juros dos EUA, sob a expectativa de que os preços de mercado subestimam a magnitude de alta dos juros básicos necessária para garantir a desaceleração da atividade e, conseqüentemente, a convergência da inflação para a sua meta.

Já na bolsa brasileira, é possível que a resiliência dos preços de mercado seja maior em função de “valuations” já muito descontados. Embora liquidamente neutros, a expectativa é de aumento da exposição bruta do portfólio sob a perspectiva de recuperação relevante dos preços das ações de alguns setores contra o índice Bovespa.

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 (%)

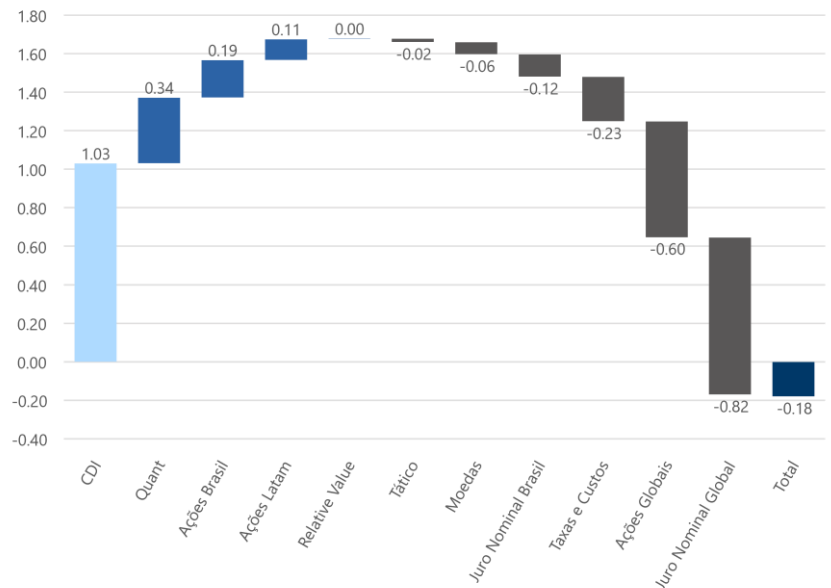
| Mês | Ano | Últimos 12 meses | Desde o início |
|-------|------|------------------|----------------|
| -0.18 | 2.83 | 0.59 | 0.48 |

RISCO

| |
|------------------------|
| Volatilidade Realizada |
| 7.03% a.a. |

ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE

| | 2022 (%) | DESDE O INÍCIO (%) |
|-------------------------|--------------|--------------------|
| Direcional | 0.08 | -2.12 |
| Ações Brasil | -0.31 | -2.53 |
| Ações Globais | 0.58 | 3.47 |
| Ações Latam | -0.68 | -0.60 |
| Juro Nominal Global | 2.38 | 0.25 |
| Juro Nominal Brasil | -0.53 | -2.84 |
| Juro Real Brasil | 0.00 | -0.62 |
| Inflação | -1.10 | 1.35 |
| Inclinação Brasil | -0.23 | -0.75 |
| Inclinação Global | -0.50 | 0.50 |
| Arbitragem Curva Global | 0.67 | 0.82 |
| Moedas | 0.03 | -1.63 |
| Commodities | -0.23 | 0.46 |
| Relative Value | -1.56 | -2.82 |
| Tático | -0.33 | 0.37 |
| Quant | 0.26 | 0.26 |
| Hedge | 0.00 | 0.09 |
| Taxas e Custos | -2.10 | -11.50 |
| CDI | 6.49 | 16.21 |
| Total | 2.83 | 0.48 |

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% | -0.64% | -2.57% | -0.89% | -1.62% | -1.96% | -1.10% | 4.22% | -1.99% | -2.29% |
| | CDI | 0.15% | 0.13% | 0.20% | 0.21% | 0.27% | 0.30% | 0.36% | 0.42% | 0.44% | 0.48% | 0.59% | 0.76% | 4.39% | 9.12% |
| 2022 | Fundo | 1.30% | 0.72% | 0.29% | 0.59% | -1.13% | 1.23% | -0.18% | - | - | - | - | 2.83% | 0.48% | |
| | CDI | 0.73% | 0.75% | 0.92% | 0.83% | 1.03% | 1.01% | 1.03% | - | - | - | - | 6.49% | 16.21% | |

CARACTERÍSTICAS DO FUNDO

| Macro Capital Gestão de Recursos | Multimercado Macro | 30-ago-19 | D+0 | D+29 / D+30 | R\$ 11,304 Mi |
|-------------------------------------|--------------------------|-------------------|-----------------------|--------------------------|-----------------------|
| GESTOR | ESTRATÉGIA | DATA DE INÍCIO | COTA DE APLICAÇÃO | COTA DE RESGATE | PATRIMÔNIO LÍQUIDO |
| Banco Itaú / INTRAG | Investidores em Geral | MCR1FIC BZ Equity | R\$ 5,000.00 | R\$ 1,000.00 | R\$ 12,994 Mi |
| CUSTODIANTE & ADMINISTRADOR | PÚBLICO ALVO | TICKER BLOOMBERG | APLICAÇÃO MÍNIMA | MOVIMENTAÇÃO MÍNIMA | PL MÉDIO ¹ |
| 32.973.321/0001-69 | Longo Prazo | 100% CDI | 2.0% a.a. | 20% do que exceder o CDI | R\$ 72,839 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.