

Pacifico MACRO

O fundo **Pacifico Macro FIC FIM** apresentou rentabilidade de 2,03% no primeiro trimestre. Desde o início do fundo, em meados de 2015, a rentabilidade acumulada é de +87,2%, equivalente a uma rentabilidade líquida de 140% do CDI.

Neste trimestre, as estratégias de renda variável local e renda fixa internacional foram as maiores contribuições positivas para a rentabilidade.

A seguir, detalharemos algumas das principais posições ao longo do primeiro trimestre.

1 – Posição comprada em renda variável local

Mantivemos posição comprada em renda variável doméstica ao longo do trimestre, através de uma carteira de ações locais e também, em parte, de uma posição comprada no índice Bovespa. Compramos ações de empresas de grande qualidade e maior exposição local cujo preço se tornou atrativo em janeiro, em função do movimento de alta da taxa de juros local. Esta foi a principal contribuição positiva para a rentabilidade do fundo no período.

Os dados de atividade econômica surpreenderam para cima no período, conforme esperávamos. Isto levou os investidores a revisarem as suas projeções de crescimento para cima – apesar do avanço da variante Ômicron no país no início de 2022 e do começo do conflito militar entre a Rússia e a Ucrânia. De fato, números anteriores à nova onda de Covid-19 divulgados em janeiro já mostravam que a econômica crescia de forma acelerada, impulsionada pela reabertura no setor de serviços e pelo crescimento do setor agropecuário. O impacto do isolamento voluntário causado pela nova variante mostrou-se breve, e dados de fevereiro já mostraram mais uma vez aceleração. A guerra na Ucrânia deve prejudicar o PIB global de forma desigual. Na nossa avaliação, enquanto o PIB da Zona do Euro deve ser impactado em -1,5 p.p., nos EUA o impacto deve ser de apenas -0,5 p.p. e o no Brasil vemos impacto líquido neutro. Tudo somado, esperamos agora um crescimento ao redor de 1,5% para o PIB em 2022, com destaque para o crescimento robusto do primeiro trimestre do ano.

O cenário fiscal brasileiro também apresenta dados positivos. O setor público consolidado apresentou superávit de 0,75% do PIB em 2021, o primeiro resultado positivo desde 2013. A Dívida Bruta do Governo Central (DBGG) recuou para 80,3% do PIB, uma queda de 8,3 p.p. em relação ao ano anterior, devido, também, aos efeitos do crescimento do PIB nominal.

Acreditamos que as contas fiscais podem surpreender novamente em 2022. Segundo nossas projeções, mesmo com as desonerações e renúncias tributárias de quase R\$50 bilhões anunciadas desde o início do ano, o setor público pode conseguir apresentar outro resultado superavitário. Diversas pressões por gastos foram contidas nos últimos meses, como recomposição salarial do funcionalismo, nova rodada de despesas emergenciais e subsídio à gasolina e ao transporte público. Esse movimento preservou, até o momento, o Teto de Gastos. Por outro lado, o governo promoveu renúncias relevantes no lado das receitas, como o corte de impostos de combustíveis e a redução linear do IPI. Vemos a redução do IPI como positiva, por ser alinhada com uma agenda liberal e ter algum impacto mais duradouro na inflação, ainda que pequeno. Em relação à desoneração de combustíveis, vale destacar que a perda de receita com a medida, de aproximadamente R\$18 bilhões, é inferior ao ganho de receita com a elevação do preço das *commodities* do setor, de aproximadamente R\$40 bilhões.

A eleição presidencial de 2022 permanece em nosso radar. Os dois principais candidatos fizeram novos movimentos em direção ao centro político nos últimos meses, reduzindo marginalmente os potenciais riscos em torno desse evento. Além disso, a melhora dos

fundamentos econômicos brasileiros pode levar a um primeiro ano de novo mandato menos turbulento do que o anteriormente esperado, na medida em que a pressão por medidas populistas e heterodoxas se torne menor, independente de quem sair vencedor do pleito.

2 – Posição tomada em juros norte-americanos

Iniciamos posição tomada na taxa de juros de 10 anos dos Estados Unidos no final de fevereiro, acreditando, portanto, na elevação da taxa de juros nos EUA de prazo mais longo. Aproveitamos preços extremamente atrativos decorrentes do início da guerra entre a Rússia e a Ucrânia.

O ano já começou marcado por importantes decisões de política monetária nos EUA. Em janeiro, o Comitê de Política Monetária (FOMC) passou a esperar três aumentos das taxas de juros em 2022, em uma mudança importante em relação às projeções do ano passado. O comunicado mais duro trouxe também uma desaceleração no ritmo da compra de ativos, que se encerrou em março, abrindo espaço para o início do ciclo de aumento de taxa.

O mês de fevereiro foi tomado pela escalada do conflito entre a Rússia e a Ucrânia, que culminou em uma invasão em larga escala do país no dia 24. Diversas sanções econômicas foram aplicadas contra a Rússia, incluindo a exclusão de alguns bancos russos do sistema de pagamentos global Swift. Os preços de commodities do setor agropecuário e de energia foram fortemente impactados, refletindo a relevância da região no comércio global de grãos, petróleo e gás natural. Este choque representa, a nosso ver, um clássico choque de oferta que gera mais inflação e menos crescimento global. Como dito anteriormente, esperamos que o conflito retire 0,5 p.p. do crescimento dos Estados Unidos esse ano. Esse novo choque inflacionário aumenta a pressão sobre o FOMC, que precisa combater uma inflação que se encontra ao redor de 8% ao ano.

Os indicadores econômicos evidenciam um mercado de trabalho extremamente apertado nos EUA. A taxa de desemprego aproxima-se de 3,5%, abaixo da projeção de longo prazo do FOMC, de 4,0%. Métricas alternativas, como a relação entre vagas abertas e a força de trabalho, mostram um mercado mais apertado do que antes da pandemia. Segundo palavras de Jerome Powell, presidente do Federal Reserve (FED), “esse é um mercado de trabalho muito, muito apertado, a um nível insalubre”. Uma desaceleração da atividade econômica, portanto, seria necessária do ponto de vista do mercado de trabalho.

Como dito acima, do lado da inflação, o indicador de preços ao consumidor (CPI) atingiu 7,9% ao ano em fevereiro, enquanto que o deflator do consumo do PIB (PCE) atingiu 6,4% ao ano, consideravelmente acima da meta do FED e o nível mais alto em décadas. Para frente, o próprio FED espera que o core PCE, principal métrica que acompanha, não retorne ao patamar de 2,0% pelo menos até 2024. Segundo a projeção mediana do comitê, o índice deve apresentar alta de 4,1% em 2022, 2,6% em 2023 e 2,3% em 2024.

Em sua reunião de Março, o FOMC promoveu a primeira alta de juros desde o início da pandemia, elevando a mesma em 0,25p.p. e já sinalizando novas altas nas demais reuniões deste ano. Na nossa visão, o cenário macroeconômico do país exige um aperto monetário compatível com algum esfriamento do mercado de trabalho. Esperamos que o FOMC acelere o processo de normalização monetária, através de altas de 0,50p.p. em próximos encontros, buscando assim caminhar na direção de taxas de juros reais positivas. Acreditamos também que o Comitê deve iniciar o quanto antes o processo de venda de ativos, conhecido como *quantitative tightening* (QT). O objetivo deste instrumento é complementar a elevação da taxa de juros e desfazer o aumento do seu balanço promovido desde o começo da pandemia, que levou o mesmo a alcançar inéditos U\$ 9 trilhões em ativos.

3 – Posição comprada no real

Voltamos a montar posição comprada no real contra o dólar em meados do trimestre. A moeda brasileira apresentou valorização importante no período.

Alguns fatores macroeconômicos locais se tornaram favoráveis para a moeda neste ano de 2022. Primeiro, a alta da taxa SELIC ganhou importância na medida em que a taxa nominal alcançou dois dígitos, o que levou as taxas de juros reais a se tornarem positivas. Quando comparada com outras economias semelhantes, a brasileira já é aquela que apresenta as mais elevadas taxas reais. Ainda assim, os investidores revisaram suas projeções de crescimento econômico para o ano de 2022 para cima, conforme esperávamos. Como já mencionamos, projetamos um crescimento ao redor de 1,5% para o PIB em 2022, com destaque para o crescimento robusto do primeiro trimestre do ano.

As notícias fiscais domésticas também foram positivas. Após o grande déficit primário de 2020, equivalente a 9,4% do PIB devido às políticas de combate à pandemia, o governo implementou uma contração fiscal relevante em 2021 e conseguiu reverter o déficit. As contas do governo foram superavitárias em 0,75% do PIB no ano passado, o que contribuiu para a redução da dívida pública. Para 2022, como já mencionamos acima, projetamos um resultado primário próximo do zero, levando o endividamento a permanecer estável. Este pano de fundo mais benigno do que o esperado contribuiu para reduzir as tensões ligadas ao processo eleitoral.

A economia brasileira segue se beneficiando da elevação do preço das commodities no mercado global. Este movimento foi exacerbado com a guerra na Ucrânia, a partir de fevereiro. Isto tem levado os termos de troca, a relação entre o preço das exportações e o das importações brasileiras, para novos recordes equivalentes a 20% acima do patamar pré-pandemia. O déficit em conta corrente atingiu US\$28 bilhões em 2021. Destaque para o resultado recorde de exportações e importações e o menor déficit na conta de serviços desde 2008. O ano de 2022 se iniciou com resultados favoráveis da balança comercial e

esperamos agora um superávit em conta corrente no ano, justificado por mais um ano de exportação recorde.

Vale comentar, por fim, que a guerra entre Rússia e Ucrânia reafirmou a posição relativa do Brasil como destino seguro para investimentos internacionais. Quando comparada com outras economias emergentes, ou com suas vizinhas latino-americanas, a economia brasileira continua apresentando crescimento econômico, políticas monetária e fiscal responsáveis e segurança jurídico-institucional.

4 – Estratégia comprada em dólar contra uma cesta de moedas

No início do ano, adotamos posição comprada em dólar contra uma cesta de moedas emergentes e desenvolvidas. Acreditávamos que o processo do FOMC de endurecer a política monetária, encerrando a compra de ativos e sinalizando a elevação da taxa básica, deveria fortalecer a moeda norte-americana. Isso, no entanto, não ocorreu e nos levou a encerrar a estratégia.

O Federal Reserve está apertando a sua política monetária desde o final do ano passado, reduzindo a compra de ativos e preparando os investidores para a elevação da taxa básica de juros, que finalmente ocorreu em março. Ainda assim, o aumento da inflação tem mantido negativas as taxas de juros reais negociadas no mercado. As taxas de juro reais de 2 anos se encontram abaixo de -2%, as de 5 anos oscilam ao redor de -1% e as de 10 anos também permanecem negativas. Além disso, o aumento de inflação tem sido um fenômeno global. A inflação ao consumidor alcançou 8% nos EUA, mas também se situa ao redor de 7,5% nas principais economias europeias. Nas economias emergentes, a inflação também tem surpreendido para cima. Isto tem levado diversos bancos centrais a iniciarem processos de aperto monetário, como é o caso da Inglaterra, da Noruega, do México ou do Chile, por exemplo. Tudo somado, estes fatores parecem estar postergando um eventual movimento de apreciação do dólar.

5 – Posição aplicada em juros nominais locais

Realizamos, ao longo do trimestre, posições táticas aplicadas em juros nominais locais. Acreditamos que o processo de aperto monetário no Brasil foi relevante e se encontra próximo do fim, com uma taxa Selic que se aproxima de 13% ao ano. Os diversos mecanismos de transmissão da política monetária estão em funcionamento, como no caso da apreciação cambial, e deverão se acumular e levar a uma redução da inflação no médio prazo.

A guerra entre a Rússia e a Ucrânia gerou revisões nas projeções de inflação. Se por um lado o conflito não tem impacto direcional claro no crescimento do PIB brasileiro, seu impacto na

inflação doméstica é claramente positivo em função da elevação do preço de diversas commodities. Revisamos nossa projeção para o IPCA de 2022 em 1,5 p.p. no trimestre, com destaque para o aumento do preço de alimentos e combustíveis. O aumento da inflação corrente causado pelo choque de oferta tem impacto secundário no horizonte relevante de política monetária, de forma que revisamos a nossa projeção para a inflação de 2023 para 4,0%, acima do centro da meta do ano, de 3,25%.

Desde a reunião de março, o Copom tem demonstrado repetidamente que a sua preferência é por encerrar o ciclo de elevação da taxa Selic na reunião de maio. O comunicado inovou ao apresentar dois cenários: o cenário de referência, que considera o preço do petróleo ao redor de US\$120 em dezembro, e o cenário alternativo, que o coloca em US\$100. Desde então, ainda que a inflação corrente permaneça pressionada, o petróleo se mantém ao redor do preço considerado no cenário alternativo do comitê.

Esperamos inflação de 6,9% em 2022 e 4,0% em 2023. Com exceção do petróleo, a apreciação do real nesse trimestre compensou a elevação do preço das commodities em dólar, de modo que os preços em reais não apresentaram variação relevante. Sem novos choques à frente, a inflação de bens comercializáveis deveria começar a desacelerar no médio prazo. Além disso, vemos sinais de normalização nas cadeias de suprimentos de alguns produtos industrializados, que também serão beneficiados pela redução do IPI. Por fim, o cenário para a energia elétrica melhorou consideravelmente e fechamos o período úmido com o maior nível de reservatórios desde 2012, permitindo alívio na conta de luz a partir do segundo trimestre.

GESTOR

PACIFICO GESTÃO DE RECURSOS LTDA
Av. Borges de Medeiros, 633 / sala 601
Leblon – 22430-041 – Rio de Janeiro
www.pagr.com.br
ri@pagr.com.br
Tel: 55 21 3033-3300

ADMINISTRADOR

BNY MELLON SERVIÇOS FINANCEIROS S.A. DTVM
Av. Presidente Wilson, nº 231, 11º andar
Centro – Rio de Janeiro

Este material tem o único propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada pela Pacifico Gestão de Recursos, não devendo ser considerado como oferta de venda de cotas de fundos de investimento ou de qualquer título ou valor mobiliário. Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos – FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos e taxa de saída. Os fundos geridos pela Pacifico Gestão de Recursos utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Alguns dos fundos geridos pela Pacifico Gestão de Recursos estão autorizados a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do regulamento do fundo de investimento ao aplicar os seus recursos. Fundos multimercados e fundos de ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. As informações divulgadas neste material possuem caráter meramente informativo e não constituem, em nenhuma hipótese, recomendações ou aconselhamentos sobre investimentos. A Pacifico Gestão de Recursos não se responsabiliza pela publicação acidental de informações incorretas, nem por decisões de investimento tomadas com base neste material.

