

# Pacifico MACRO

O fundo **Pacifico Macro FIC FIM** apresentou rentabilidade de -0,39% no segundo trimestre. Desde o início do fundo, em meados de 2015, a rentabilidade acumulada é de +86,4%, equivalente a uma rentabilidade líquida de 130% do CDI.

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

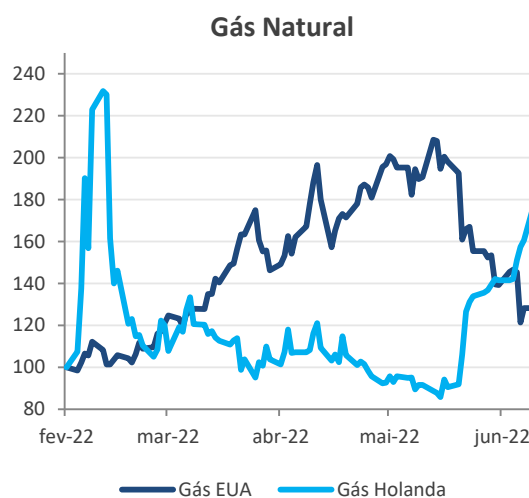
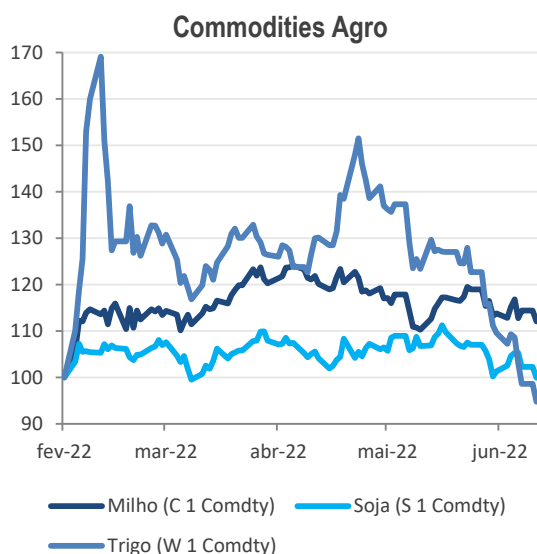
A seguir, detalharemos algumas das principais posições ao longo do segundo trimestre.

## 1 – Posição vendida em renda variável internacional

Mantivemos posição vendida em bolsa norte-americana durante o trimestre, pois acreditávamos que o cenário macroeconômico global exigia um aperto monetário compatível com algum esfriamento do crescimento e das condições financeiras. Encerramos a posição em meados de junho, após concluir que o aperto já se encontrava em fase avançada e que os principais BCs devem seguir a retirada de estímulos com cautela a partir de agora. A contribuição da estratégia foi positiva.

A perspectiva para o crescimento global se deteriorou consideravelmente no período. Os bancos centrais das principais economias continuaram a trajetória de aperto monetário, adotando posturas cada vez mais *hawkish* em resposta a dados mais elevados de inflação. O Federal Reserve elevou a taxa de juros no ritmo mais acelerado desde os anos 1990 e sinalizou que deve continuar com o ciclo de alta nos próximos meses. A mediana dos membros do comitê espera atingir uma taxa de juros ao redor de 4,0% no início do ano que vem. O Banco Central Europeu anunciou o fim da compra de ativos e o início da elevação da taxa em julho, abrindo a porta para acelerar o ritmo mais à frente.

Além disso, a guerra entre a Rússia e a Ucrânia continua sem panorama de desfecho. Ao contrário das previsões iniciais, o conflito está durando mais do que o esperado. Os preços internacionais de gás natural continuam elevados: o preço do gás natural nos Estados Unidos e na Europa encontra-se 28% e 78% acima do preço anterior ao conflito, respectivamente. A interrupção parcial do fluxo da Rússia para países dependentes da *commodity* no velho continente segue pressionando a inflação e o risco de desabastecimento. Também houve aumento da demanda pelo gás americano, o que impulsiona o preço local mesmo que o país seja autossuficiente em energia. Em relação às *commodities* agrícolas, há mais alívio. Após sofrerem grandes aumentos, a soja e o trigo estão 2% e 5% abaixo do preço pré-guerra; o milho segue com preços 12% mais elevados.



Por fim, a China adotou trancamentos agressivos em algumas regiões em resposta ao aumento do número de casos de Covid19 no país. A região de Shanghai permaneceu em *lockdown* por semanas, prejudicando novamente as cadeias de suprimento globais. A continuidade da política de covid-zero na China deteriorou ainda mais o cenário para o crescimento da segunda maior economia do mundo e para a normalização da oferta global de bens.

Entendíamos que o cenário macroeconômico global exigia um aperto monetário compatível com algum esfriamento do mercado de trabalho e da demanda agregada, gerando perda de riqueza. De fato, diante desse cenário de aperto monetário e novos choques de oferta, os dados de crescimento econômico das principais economias começaram a surpreender para baixo. O risco de uma recessão global aumentou consideravelmente no período.

Agora, as projeções para o PIB dos Estados Unidos estão mais alinhadas com o crescimento potencial do país, ao redor de 2%, uma revisão de 1,5 pontos percentuais no período. Após contração de 1,6% anualizado no primeiro trimestre do ano, não descartamos um crescimento ao redor de zero no segundo trimestre. O setor imobiliário apresenta quedas significativas na margem, os consumidores se mostram menos confiantes em meio a uma inflação elevada e há sinais de desaceleração na atividade de varejo.

Para frente, avaliamos que chegamos no pico da postura *hawkish* global. Acreditamos que os principais bancos centrais devem seguir o aperto monetário em curso com cautela, observando novos dados com paciência. O cenário macroeconômico segue extremamente incerto, mas avaliamos que o balanço de riscos para a inflação global encontra-se mais simétrico. Além da revisão para baixo da demanda agregada, a diminuição das restrições sanitárias na China e os sinais positivos das cadeias produtivas devem, também, colaborar pelo lado da oferta para a desaceleração da inflação. Com isso, encerramos nossa posição vendida em bolsa norte-americana em meados de junho.

## **2 – Posição tomada em juros norte-americanos**

Mantivemos posição tomada na taxa de juros de 10 anos dos Estados Unidos, também por entender que o Federal Reserve teria que adotar postura mais *hawkish* para conter a inflação. Reduzimos a posição no final do trimestre, em linha com a nossa visão de pico *hawk* nos EUA. A contribuição da estratégia foi positiva e relativamente pequena.

Em maio, o comitê de política monetária do Banco Central dos Estados Unidos (Fomc) elevou a taxa de juros em 0,5 ponto percentual e sinalizou mais duas altas da mesma magnitude para as reuniões seguintes. Foi informado o início da redução do balanço em junho, em ritmo em linha com o esperado. Na coletiva de imprensa, o Powell descartou uma alta de 0,75 p.p. e apontou que havia uma boa chance de atingir um *soft landing*, indicando o fortalecimento do balanço das famílias e empresas, assim como o fortalecimento do mercado de trabalho.

Entre as duas reuniões, no entanto, a inflação dos Estados Unidos continuou sendo revisada para cima. O CPI, índice que mede a inflação ao consumidor, registrou variação de 8,6% YoY em maio, novo *high* dos últimos 40 anos. Em relação ao núcleo, o aumento foi de 6,0% YoY. As categorias de habitação foram destaque no período. A inflação de aluguel registrou a maior leitura mensal desde 1987.

Após divulgação do CPI de maio, o Fomc entregou um aumento de 0,75 p.p. na reunião de junho, elevação mais forte desde 1994. Powell sustentou que “aumentos continuados serão apropriados” e que um aumento de 0,5 ou 0,75 p.p. na próxima reunião “parece mais provável”. O presidente do banco central da maior economia do mundo disse que não espera uma recessão, mas reforçou seu compromisso com o combate à inflação.

## **3 – Posição aplicada em juros brasileiros**

Iniciamos posição aplicada na parte curta da curva de juros doméstica no final de maio. A posição teve contribuição negativa.

A trajetória esperada para a taxa de juros foi revisada novamente para cima no trimestre. O Copom elevou a taxa Selic para 13,25% em junho e sinalizou outra alta de 0,5 ou 0,25 p.p. para a reunião seguinte, em agosto. Acreditamos, agora, que o ciclo de aperto monetário no Brasil está chegando ao fim e esperamos que o Copom encerre o ciclo de alta de juros na reunião de agosto, com uma última elevação de 0,5 p.p. na taxa Selic.

No Brasil, dados de crescimento econômico surpreenderam consistentemente para cima no período, na contramão da dinâmica global. O PIB cresceu 1,0% no primeiro trimestre, taxa impressionante quando comparada ao ritmo da economia na última década, e caminha para outro crescimento forte no segundo trimestre. A projeção do mercado para o crescimento do

PIB de 2022 saiu de 0,3% em março para 1,5% no final de junho<sup>1</sup>. O mercado de trabalho mostrou forte expansão, com taxa de desemprego de novo em um dígito e crescimento acelerado da massa salarial. Algumas métricas indicam, inclusive, um mercado apertado. Nossas projeções indicam crescimento acima do consenso para o ano, ao redor de 2,2%.

Dados de inflação também foram revisados para cima, principalmente até meados de maio. O mercado chegou a esperar um IPCA próximo a 9,0% em 2022, segundo Pesquisa Focus parcial divulgada no início do mês de maio. Agora, a projeção recuou para 7,7%, principalmente pelas medidas fiscais detalhadas a seguir. Para 2023, horizonte relevante do Banco Central, a projeção mediana aumentou para 4,4% em maio e 5,0% no final do trimestre, acima do teto da meta do BC.

Do lado fiscal, novas medidas para amenizar o impacto da inflação de combustíveis foram apresentadas, com custo fiscal de R\$100 bilhões em 2022, metade permanente e metade (a princípio) temporária. Do lado das receitas, o PLP 18 limita a alíquota de ICMS cobrada sobre combustíveis, energia elétrica, transporte urbano e telecomunicações e zera os impostos federais incidentes na gasolina e no etanol. Ele foi aprovado nas duas casas e sancionado pelo governo federal no dia 23 de junho. A mudança do ICMS é permanente, levando a uma perda de R\$100 bilhões ao ano aos cofres dos entes subnacionais. A contribuição federal, por sua vez, é temporária, com prazo até o final do ano.

Do lado das despesas, está em debate uma proposta de emenda constitucional (PEC) para criar e aumentar programas de transferências de renda em ano eleitoral e por fora do Teto de Gastos. O cenário mais provável é a aprovação de um pacote de R\$41,3 bilhões, que inclui aumento do vale gás, criação de auxílio para caminhoneiros e taxistas e aumento de R\$200 do programa Auxílio Brasil. Avaliamos que a proposta é extremamente prejudicial para a credibilidade das instituições brasileiras.

Na nossa avaliação, o impacto das medidas na inflação é neutro. O corte de impostos promovido pelo PLP 18 provoca uma forte desaceleração da inflação em 2022, com impacto negativo de quase 2,0 pontos percentuais nos próximos 6 meses, segundo nossas contas. Para 2023, horizonte relevante da política monetária, o resultado é ambíguo. Por um lado, a inflação mais baixa em 2022 gera menos inércia para o ano seguinte. Por outro, a retomada dos impostos federais em janeiro de 2023 e o aumento da demanda agregada com as transferências de renda da PEC elevam a projeção para o horizonte relevante. No líquido, vemos um impacto neutro no horizonte relevante, com *headline* mais alto e núcleos mais baixos.

Ao mesmo tempo, sinais positivos de normalização nas cadeias produtivas globais nos deixam mais otimistas com a inflação. A restrição de oferta segue exercendo papel

---

<sup>1</sup> Para a projeção de março, utilizamos o dado da Pesquisa Focus, do BCB. Para junho, por falta de informações mais recentes da Pesquisa Focus em razão da greve do Banco Central, utilizamos informações compiladas pela Agência Broadcast.

importante no aumento de preços e diversos dados indicam que o pior já passou. Esperamos aumento do estoque de bens nos próximos meses, acompanhado por um arrefecimento gradual da inflação dos produtos industrializados. A redução do preço de combustíveis e energia deve facilitar esse processo.

Em relação à eleição, os dois principais candidatos apresentam plataformas distintas, porém fiscalistas. Nos próximos meses, acreditamos que a tendência é uma aproximação dos dois nas pesquisas, tornando a eleição mais competitiva. Também esperamos que ambos caminhem para o centro, dando sinais positivos para o mercado. Caso nosso cenário de crescimento acima do esperado e melhora da inflação se concretize, independente de quem ganhar as eleições, o ponto de partida será melhor, com menos pressão por medidas populistas e heterodoxas.

#### **4 – Posição comprada em renda variável no Brasil**

Mantivemos pequena posição comprada em renda variável doméstica ao longo do trimestre, através de uma cesta de ações. Apesar de nossa cautela com ativos internacionais, estamos mais otimistas com os ativos domésticos, que possuem prêmio elevado. A estratégia contribuiu negativamente para a performance do fundo.

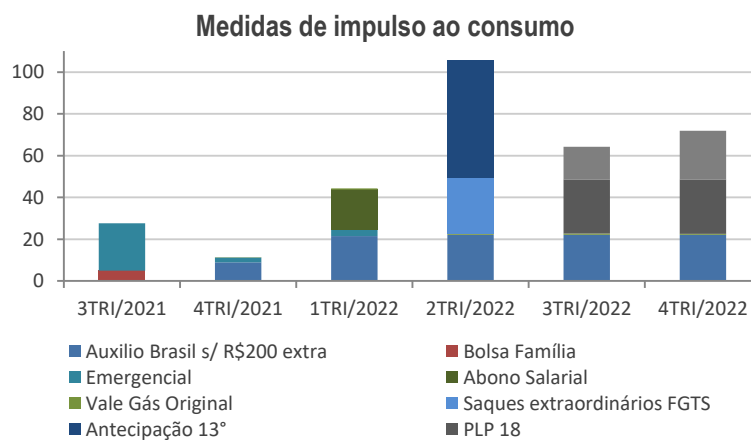
A carteira ainda está bastante concentrada em empresas com alta previsibilidade de geração de caixa e fluxo *front-loaded*. Os três principais setores são *shopping center*, distribuição de energia elétrica e bancos tradicionais. Optamos por ter exposição a *commodities* de forma a ficar mais independentes da decisão de política e governança da Petrobras. Para isso, montamos uma cesta que permite alguma diversificação de jurisdição para também escapar de discussões específicas de tributação fora do Brasil. Além de produtoras de petróleo, temos exposição a empresas da cadeia de serviço, que se beneficiam mais dos investimentos que precisam ser feitos no setor, e menos ao preço *spot* do petróleo.

Como dito anteriormente, esperamos um crescimento econômico acima do consenso no Brasil. O PIB cresceu 1,0% no primeiro trimestre e caminha para outro crescimento forte no segundo trimestre. Isso tudo em meio a uma incerteza elevada na economia global, aperto financeiro interno e externo e uma inflação que corrói a renda principalmente da população com maior propensão a consumir.

Alguns fatores merecem ser mencionados. Primeiro, o processo de reabertura da economia gerou recuperação surpreendente do setor de serviços, impulsionado pela poupança acumulada em excesso durante o auge da pandemia. Segundo, a melhora de nossos termos de troca favorece o setor exportador. Terceiro, diversas medidas de transferência de renda para famílias atuaram de forma sincronizada no primeiro semestre. Destacamos aqui o Auxílio Emergencial, a substituição do Bolsa Família pelo Auxílio Brasil, o Vale Gás, o pagamento concentrado do Abono Salarial, os saques extraordinários do FGTS e a antecipação do 13°. Por fim, a contração de política monetária em curso ainda não teve

tempo para atingir o crescimento econômico. A taxa de juros real *ex ante* ficou restritiva apenas em setembro de 2021.

Depois de dois anos de debates em torno de auxílios que custam centenas de bilhões de reais, as pequenas medidas que vêm sendo implementadas pelo governo neste início de ano tiveram pouca visibilidade. No entanto, somando essas pequenas medidas, chegamos a um impacto relevante no consumo das famílias. Segundo nossas contas, as medidas em impulso ao consumo adotadas no primeiro semestre contribuíram com 0,3% do PIB no primeiro trimestre e 0,6% no segundo.



Para frente, esperamos que o crescimento econômico desacelere gradualmente, à medida que o impacto da contração da política monetária se faz presente. A forte expansão da massa salarial real nos últimos meses deve suavizar o processo de saída dos fatores mencionados acima. Ainda, as novas medidas fiscais em resposta ao aumento do preço de combustíveis sustentam a demanda agregada pelos próximos meses.

## 5 – Posição em moedas

Fizemos posições táticas em moedas no trimestre, sempre alinhadas com a nossa visão global e doméstica descrita anteriormente. Destaque para real, dólar australiano, iene e euro. A estratégia teve contribuição pequena para o fundo.

Em concordância com nossa visão pessimista para o ambiente externo, acreditávamos que, com a perda de riqueza global, *commodities* e moedas emergentes teriam desempenho negativo frente a moedas fortes. O dólar australiano, por exemplo, seria desfavorecido tanto pela queda no preço de *commodities* como pela revisão para baixo do crescimento chinês em decorrência do *lockdown* prolongado. Em relação ao real, realizamos posições táticas tanto na ponta comprada quanto na ponta vendida.

#### **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.

