

Pacifico MACRO

O fundo **Pacifico Macro FIC FIM** apresentou rentabilidade de +0,93% no quarto trimestre. Desde o início do fundo, em 2015, o retorno acumulado é de +83,4%, equivalente a uma rentabilidade líquida de 145% do CDI.

Neste trimestre, a estratégia de renda fixa local foi a principal contribuição positiva para a rentabilidade. Também obtivemos ganhos na estratégia de bolsa internacional. As estratégias de moedas e de renda variável local contribuíram negativamente. O nível de risco utilizado pelo fundo aumentou em relação ao trimestre anterior.

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

1 – Posição aplicada em juros no Brasil

Em outubro, montamos posição aplicada na parte mais curta da curva de juros, aproveitando um contexto de grande estresse de mercado gerado pela revisão no Teto de Gastos. Em determinados dias, a curva de juros sinalizava uma elevação da Selic para além de 14% ao ano, nível que nos parecia excessivo.

No mês de outubro, de fato, o Brasil passou por uma grande piora nas perspectivas para a política monetária, impulsionada principalmente pela deterioração na credibilidade da política fiscal. O governo propôs uma revisão do Teto de Gastos para ampliar o programa de transferência de renda para R\$400 reais por família em 2022. Além da limitação do pagamento de precatórios, a proposta promoveu uma sincronização do indexador que reajusta o Teto de Gastos e as despesas do governo para o ano seguinte. Até então, o Teto era reajustado com base na inflação acumulada até junho do exercício anterior, enquanto as despesas eram corrigidas pela inflação acumulada em dezembro. Como a inflação de 2021 acelerou no segundo semestre, a troca de indexadores aliviou a restrição fiscal de 2022. Tal decisão foi tomada de forma que surpreendeu os investidores, levando a relevantes elevações nas expectativas de inflação do mercado e culminou na demissão de membros da equipe econômica. Infelizmente, a credibilidade fiscal do governo, duramente conquistada com diversas políticas de ajuste implementadas desde 2016, saiu arranhada.

Revisamos nossas projeções para o crescimento econômico para baixo, principalmente para o segundo semestre de 2021. Gargalos em diferentes setores forçaram uma queda na produção industrial global e interna. O setor agropecuário também foi fortemente impactado por problemas climáticos, de geadas a secas e alagamentos, assim como pelo embargo chinês à exportação de carne brasileira. Além disso, a forte consolidação fiscal ocorrida em 2021 fez com que o consumo das famílias desacelerasse, em resposta ao aumento de preços e perda de renda real, antes mesmo da política monetária apresentar seus efeitos mais relevantes.

O cenário acima nos levou a revisar a projeção de IPCA em 2022 para aproximadamente 4,8%, ligeiramente abaixo do teto da meta do Banco Central de 5,0%. Acreditamos que a contração monetária e fiscal em curso, em cima de uma economia ainda frágil, será eficaz em fazer a inflação convergir para a meta nos próximos trimestres. Somado a isso, os gargalos globais de suprimento já passaram pelo pior momento, e esperamos uma recomposição de estoques nos próximos meses. Acreditamos que já no começo deste ano a inflação mensal possa mostrar os primeiros sinais de descompressão.

Como mencionado acima, portanto, montamos posição aplicada na parte mais curta da curva de juros nominais. Apesar do ruído elevado em torno da mudança no Teto de Gastos, não avaliamos que a proposta marque o fim do regime fiscal atual. A sincronização tem um efeito concentrado em 2022, que não deve se repetir nos anos seguintes, mantendo o Teto em nível similar ao anterior à PEC a partir de 2023. Além disso, esperamos que o setor público

tenha registrado superávit primário de 0,5% do PIB em 2021, primeiro resultado anual positivo desde 2013, e que a Dívida Bruta tenha recuado quase 10 p.p. no ano. Considerando esse cenário, a taxa Selic de quase 13% ao ano prevista pela curva de juros para meados do ano nos parece além do necessário.

2 – Posição comprada em renda variável internacional

Voltamos a adotar posições compradas em bolsas internacionais no início do último trimestre. Após termos encerrado as posições em bolsas européias no trimestre anterior, desta vez voltamos a comprar a bolsa norte-americana, através do índice S&P.

Primeiro, a agenda legislativa dos Estados Unidos foi tomada por dois assuntos alarmantes: o aumento do teto da dívida e a possibilidade de um *shutdown*. Enquanto este último parecia um evento de risco negativo controlado, o *default* da dívida poderia desencadear uma crise histórica. Paralelo a isso, números fracos de crescimento e fortes de inflação suscitaram nos investidores o receio de uma possível estagflação. Aproveitando queda relevante nos preços da bolsa norte-americana em meio a esses temores, adotamos posição comprada em S&P por não acreditar na probabilidade de tais cenários se concretizarem.

Na nossa avaliação, os gargalos globais já passavam de seu pior momento e a revisão para baixo do crescimento global tinha chegado ao fim. Líderes globais se mobilizaram para solucionar os obstáculos presentes. As empresas fabricantes de semicondutores já tinham voltado a produzir em capacidade total e anunciaram grandes investimentos para aumentar a capacidade no médio prazo. O presidente dos EUA começou a pressionar produtores de gás natural e petróleo para aumentarem sua produção e a China se mostrou empenhada em reduzir o preço de carvão natural. Por fim, portos e empresas dos EUA passaram a operar 24/7 para aliviar o atraso dos portos e facilitar a logística durante o período de festas. A resolução dos diferentes gargalos foi positiva para a recuperação econômica e para a inflação global.

Simultaneamente, a agenda legislativa dos Estados Unidos avançou e os riscos mencionados acima se dissiparam. A conjunção desses fatores levou o índice S&P a se recuperar e retornar às máximas anteriores, ao redor do preço de 4750. Assim sendo, aproveitamos para encerrar a estratégia. Mantemos visão construtiva para a economia norte-americana, ainda que em cenário de desaceleração, na medida em que se dissipam os efeitos dos pacotes de estímulo fiscal e da reabertura da economia. Projetamos, para 2022, crescimento do PIB levemente abaixo de 4% e uma redução da inflação para níveis mais próximos das metas do Federal Reserve. Projetamos inflação ao redor de 2,5% para o núcleo do PCE neste ano, a medida mais relevante para a autoridade monetária.

3 – Estratégias relativas em uma cesta de moedas internacionais

Adotamos, ao longo do trimestre, posição vendida em uma cesta de moedas emergentes e desenvolvidas, e posição comprada no real. Na ponta vendida, optamos por moedas de economias mais atrasadas no ciclo monetário, como o euro ou o yen, por exemplo.

A reprecificação de política monetária ocorrida ao longo do trimestre não foi exclusiva do Brasil. Os gargalos globais em cadeias de suprimentos e no fornecimento de energia deterioraram novamente em outubro, levando a revisões altistas de inflação e baixistas de crescimento econômico no mundo todo. A pressão inflacionária, apesar de temporária e concentrada em itens voláteis e relacionados à reabertura, está durando mais do que o esperado inicialmente. Houve antecipação do aperto em diversas economias emergentes e desenvolvidas.

Nos Estados Unidos, o mercado passou a esperar que a alta de juros, chamada popularmente de *liftoff*, ocorresse já em 2022, com aceleração prévia do *taper* – a redução da compra de ativos. Essa antecipação na expectativa para a elevação de juros se deu em função da surpresa de inflação. Esta encerra o ano substancialmente acima do esperado inicialmente, com seus núcleos ao redor de 4,5%, valor mais alto em décadas. Tal expectativa se confirmou na decisão de política monetária de dezembro. O Comitê de Política Monetária (FOMC) passou a sinalizar três aumentos das taxas de juros em 2022, em uma mudança dramática em relação às projeções de apenas três meses antes, assumindo, portanto, abordagem mais agressiva para controlar o aumento da inflação. O comunicado mais duro confirmou também a aceleração no ritmo do *taper*, encerrando a compra de ativos em março.

O Brasil, por outro lado, encontra-se já avançado no ciclo de aperto. A Selic já foi elevada em 725 pontos percentuais desde o começo do movimento. Em sua última reunião do ano, em dezembro, o Copom elevou a taxa básica em 1,5 p.p., conforme o esperado, e sinalizou mais uma alta de mesma magnitude na próxima reunião. O Comitê também citou a importância da ancoragem das expectativas de inflação de prazo mais longo em torno de suas metas. Este cenário leva atualmente a curva de juros a projetar mais 3,5 p.p. de aperto nos próximos meses, fazendo do Banco Central brasileiro o mais *hawkish* dentre as principais economias mundiais.

O quadro acima deve levar o Brasil a apresentar taxas de juros reais em níveis ao redor de 7% a 8% ao ano, conforme diferentes métricas de cálculo. Segundos nossos modelos, essa taxa representará nível significativo de aperto econômico e deverá, após as devidas defasagens, surtir os efeitos tradicionalmente esperados.

A possibilidade de uma nova onda global de Covid-19 movimentou o mercado a partir de novembro. A descoberta de uma nova variante, chamada de Ômicron, foi seguida por um avanço rápido do número de novos casos, primeiro nos países com menor taxa de imunização, principalmente na Europa. Até o momento, a variante se mostra mais transmissível e menos letal, o que alivia a necessidade de novas restrições sanitárias e o

consequente impacto no crescimento econômico global. O número global de novos casos dobrou para mais de um milhão ao dia na virada do ano, mas o número de novos óbitos caiu mais de 10% neste mesmo período. Este quadro nos parece compatível com uma evolução positiva do quadro sanitário global, marcada por menos mortes e mais imunização, que pode gradualmente reduzir a relevância deste tema no radar dos investidores.

4 – Posição comprada em renda variável local

Mantivemos pequena posição comprada em renda variável doméstica ao longo do trimestre. Optamos por implementar tal estratégia através do próprio índice Bovespa, em função do seu baixo custo e na medida em que os principais setores que compõem o índice nos parecem especialmente baratos. Destaque para as empresas grandes e líquidas, para aquelas ligadas a *commodities*, como Petrobras e Vale, e para bancos.

Não compartilhamos da visão mais pessimista de estabilidade ou queda do PIB em 2022. De fato, nossos modelos apontam hoje para uma projeção de crescimento levemente inferior a 1% para o PIB de 2022. Esse crescimento se dará pelo lado da oferta e da recomposição de estoques, e principalmente no primeiro semestre do ano. Para o setor agropecuário, nossa estimativa é de uma safra recorde no ano, principalmente nos cultivos do primeiro semestre. Vale destacar que a base de comparação encontra-se muito deprimida; o setor foi muito prejudicado na segunda metade de 2021 por eventos climáticos. Para a indústria, esperamos forte movimento de recomposição de estoques. Passado o período de escassez de insumos, a produção deve se fortalecer nos próximos meses, à medida que o fornecimento de componentes começa a se normalizar. Por fim, o setor de serviços deve seguir sua gradual recuperação com a melhora da situação sanitária, sendo afetado, pelo outro lado, pela perda de renda real.

Vemos a postura mais dura do Banco Central no curto prazo como positiva para o mercado de renda variável, na medida em que contribui para expectativas de inflação alinhadas com as metas. Como falamos acima, acreditamos que o aperto monetário será eficaz em fazer a inflação convergir para a meta nos próximos trimestres, sendo que já no começo deste ano a inflação mensal poderá mostrar os primeiros sinais de descompressão.

Acreditamos que o cenário político justificou em boa parte a queda de 5% do Ibovespa no trimestre. Um dos principais motivos a explicar esse desempenho foi o aumento da incerteza fiscal, principalmente no início do período, conforme já detalhamos ao longo deste relatório. Como dito, a apresentação inesperada de uma revisão no Teto de Gastos foi prejudicial para a credibilidade fiscal do país, ainda que parte relevante do efeito se limite ao ano de 2022. Isto contribuiu para que o debate eleitoral fosse antecipado, também elevando as incertezas domésticas.

Passado o pior, com a aprovação da PEC dos Precatórios e o início do recesso do legislativo e do judiciário no final de dezembro, nossa expectativa é que o país passe por um período de relativa tranquilidade política, ainda que de curta duração. A pressão do funcionalismo por reajuste salarial, a compatibilização da prorrogação da desoneração da folha com as regras fiscais e a pressão por novos gastos emergenciais são, contudo, dados da agenda política de curto prazo que seguimos monitorando com atenção.

Em nossa visão, os receios em relação ao ano eleitoral e ao cenário político descontaram os preços dos ativos locais antes do esperado, e em magnitude possivelmente excessiva. Monitoramos três fatores importantes para os próximos meses, correspondendo a cada um dos candidatos. Sobre o Bolsonaro, acreditamos que o mesmo poderá se fortalecer nas pesquisas de opinião ao longo dos próximos meses. Para isso, devem contribuir o tradicional efeito de final de ano, o ambiente de férias, carnaval, a desaceleração da inflação e o pagamento do Auxílio Brasil para a camada mais pobre da sociedade, que é onde se concentra a principal desvantagem do candidato nas pesquisas. Uma elevação da sua popularidade, na nossa visão, seria benéfica para o preço dos ativos no curto prazo.

Quanto à plataforma do candidato Lula, que hoje é visto como favorito, notamos sinais de moderação política e econômica. Ainda que quase nenhum detalhe de seu programa econômico tenha sido revelado no curto prazo, os sinais que vem sendo dados por ele, inclusive via redes sociais, nos parecem mais alinhados com a gestão econômica do seu primeiro mandato, do qual nos lembramos muito bem. Apesar de contradições naturais, o Lula conseguiu implementar um bom programa econômico de 2003 a 2006. Fiscalista, elevou o superávit primário para 4,25% do PIB e montou uma equipe econômica com excelentes nomes. A sinalização de sua vontade em eventualmente ter Geraldo Alckmin como parceiro de chapa contribui para esse visão, especialmente na medida em que boa parte da dificuldade em implementar uma agenda econômica deriva do desafio da governabilidade e da composição de equipe.

Por fim, uma eventual alta nas pesquisas de um candidato da terceira via, ainda que não constitua o nosso cenário base, também seria bem visto pelos investidores. O candidato Sergio Moro, principal nome dessa via, tem apresentado um bom discurso político e econômico.

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.

