

Performance no mês

Em março/23 nossa estratégia máster apresentou rentabilidade de +1,2%, líquida de efeitos cambiais, ficando acima do conjunto de *hedge funds* nos Estados Unidos, conforme tabela abaixo. Nossa volatilidade média no mês foi de 8,9%. Nos últimos 12 meses nossa estratégia apresentou rentabilidade de +6,0%, acima dos índices dos *hedges funds* calculados pela HFR*, entre -9,3% e +0,5%. Nossa volatilidade média nos últimos 12 meses foi de 8,8%.

No mês, os principais *benchmarks* de ações mostraram resultados distintos, com o ganhos de +3,5% (S&P500), +6,7% (Nasdaq), e +1,9% (Dow Jones Industrial), e perda de -0,7% (DJ Euro Stoxx 600).

Comparação Estratégia Atmosphere Global Total Return e Hedge Funds nos EUA

	1M	No ano	12M	24M	36M
Atmosphere Global Total Return	1,2%	3,9%	6,0%	13,7%	75,9%
Hedge Funds Direcionais de Equities	-0,1%	0,8%	-2,1%	6,6%	32,1%
Hedge Funds de Equities Não-Direcionais	0,0%	-0,3%	-0,3%	-1,7%	5,0%
Hedge Funds de Retorno Absoluto	-0,1%	-0,2%	0,5%	2,1%	12,1%
Hedge Funds de Valor Relativo	3,5%	7,0%	-9,3%	3,4%	59,0%
Conjunto de Hedge Funds	-1,2%	0,0%	-3,1%	-2,2%	13,6%

* HFR - Hedge Fund Research Indexes – Fonte Bloomberg

Nossa correlação nos últimos 12 meses com os principais índices de ações dos mercados desenvolvidos permaneceu baixa, pela gestão ativa de nossas posições compradas e vendidas e monitoramento de *hedges*. Observamos no período correlações entre -0,03 e 0,48 com os principais índices do mercado (S&P-500, Nasdaq, Dow Jones Industrial e DJ Euro Stoxx 600), conforme tabela abaixo. Nossa estratégia no período entregou um beta de apenas 0,23x em relação à média desses índices.

	S&P 500	Nasdaq	Dow Jones Industrial	DJ Euro Stoxx 600
Atmosphere Global Total Return	0,14	-0,03	0,39	0,48

Mercado

O mês de março observou a maior volatilidade em quatro meses, com dois desvios-padrão para a média histórica. Isso ocorreu devido às reações dos agentes ao anúncio da falência do Silicon Valley Bank (SVB), seguido de outras instituições financeiras americanas e europeias, o que alimentou receios de uma crise sistêmica de liquidez.

Porém, a rápida reação do Federal Reserve (Fed), intervindo no SVB e garantindo a liquidez dos correntistas, neutralizou os danos e reverteu parcialmente as expectativas de uma crise mais ampla. Além disso, a decisão do comitê de política monetária do Fed (FOMC) para um aumento da taxa de juros em 0,25%, inferior ao esperado antes da crise financeira, reforçou a visão de que o problema de liquidez dos bancos havia sido isolado.

A avaliação da decisão do Fed e dos dados de inflação (PCE) publicados no final do mês, levou a uma expectativa dos agentes de mercado para uma redução na velocidade do aperto monetário, com a manutenção da taxa de juros em patamares restritivos por um período menos prolongado. Parte desses agentes migraram para uma expectativa de encerramento do ciclo em maio de 2023, com a taxa de juros terminal entre 4,8% e 5,0% a.a. e potencial reversão do ciclo de aperto já no quarto trimestre de 2023. Isso renovou as expectativas de que seria possível reverter a pressão inflacionária em direção à meta de 2,0%, com potenciais implicações à atividade econômica mais atenuadas.

Pudemos observar isso na grande reversão da curva de juros de 10 anos do Tesouro americano, em que o yield iniciou o mês em 4,0% a.a. para fechar em 3,5% a.a. e no forte impacto positivo nos ativos de renda variável.

Com isso, observamos uma reversão das performances negativas do início do mês, tanto para os setores de maior *duration* quanto para aqueles vinculados à atividade econômica, além de setores mais defensivos, que também apresentaram desempenho positivo. O S&P 500 fechou o mês com performance de +3,5% e volatilidade observada de 18,0%. Já o Nasdaq apresentou performance no mês de +6,7%.

Destaques

As maiores performances positivas vieram das posições vendidas em setores e empresas de duração mais longa, com grande necessidade de financiamento de suas operações e de seus consumidores, como fornecedoras de infraestrutura solar residencial, e daquelas ligadas às pontas mais comprimidas da cadeia produtiva, como metais industriais, além das posições compradas em ativos geradores de caixa, como varejistas, geradoras e distribuidoras de energia.

Parte relevante da performance positiva no mês veio da posição comprada na varejista de energia Vistra Energy. A empresa, além de reiterar seu robusto programa de dividendos e recompra de ações, anunciou a decisão de adquirir a geradora de energia nuclear Energy Harbor para compor o seu portfólio de ativos, por valores atrativos e sem a utilização de caixa, numa combinação entre troca de ações e uma estrutura de LBO (*Leverage Buy Out*). A aquisição foi considerada positiva não somente pelos valores e sinergias considerados atrativos, mas também por não impactar sua política de distribuição de resultados e busca pelo grau de investimentos de seu passivo.

As maiores performances negativas vieram das posições compradas em empresas ligadas a produção de combustíveis renováveis, pela desaceleração do preço do petróleo ao longo do mês, e das posições compradas em setores cíclicos e mais sensíveis à atividade econômica e crédito, como fornecedores para bens de consumo não duráveis.

Os *hedges* montados ao longo do mês com posições vendidas nos índices de produtoras de petróleo e gás e empresas integradas de energia, calibraram a volatilidade observada nas posições individuais e neutralizaram os movimentos direcionais, uma vez que impactos da percepção de maior pressão na atividade econômica exacerbado pelos problemas de liquidez observados nas instituições financeiras foram anulados pelos respectivos instrumentos setoriais.

Do ponto-de-vista de posições individuais, apresentamos na tabela abaixo as principais performances positivas e negativas no mês.

Principais Performances do Mês	
Positivas	Negativas
Vistra Energy Corp - Comprada	Darling Ingredients - Comprada
Sunnova Energy Inc - Vendida	Generac Holdings Inc - Comprada
Albermale Corp - Vendida	GFL Environmental Inc - Vendida
Delek US Energy Inc - Vendida	Suncor Energy Inc - Comprada
Terex Corporation - Vendida	Apache Corp - Comprada

Movimentações

Ao longo de março reduzimos a exposição líquida do portfólio para 25,4%, comparado a 32,9% no fechamento de fevereiro, com ligeiro aumento na exposição bruta, que terminou o mês de março em 122,5%, comparado a 118,9% ao final de fevereiro. Com isso, revertemos nossa leve posição vendida em risco sistêmico para leve posição comprada (Beta de +0,09 em relação ao índice S&P500 comparado a -0,07 no final de fevereiro).

Tabela Histórico de Posições Net/Gross

Exposição Total	out-22	nov-22	dez-22	jan-23	fev-23	mar-23
Net	26,4%	24,4%	19,6%	30,4%	32,9%	25,4%
Gross	109,4%	110,6%	102,5%	92,7%	118,9%	122,5%
Long	67,9%	67,5%	61,1%	61,6%	75,9%	74,0%
Short	-41,5%	-43,1%	-41,5%	-31,1%	-43,0%	-48,6%

Por conta dos eventos descritos acima, e por observarmos maior aderência como *hedges* e faturações, aumentamos nossas posições vendidas nos setores mais cíclicos do portfólio.

Abaixo resumimos as principais movimentações no nosso portfólio:

- Rebalanceamento das posições individuais nos setores de produção de petróleo e empresas integradas, com redução das exposições bruta e líquida, para capturar performances realizadas e proteger (*hedge*) o portfólio do impacto da reação do mercado ao risco de crise financeira;
- Aumento da exposição bruta no setor de *agribusiness*, com fechamento de posições vendidas em equipamentos agrícolas, para capturar as performances realizadas no mês, e abertura de posição comprada em fertilizantes e vendida em defensivos agrícolas;
- Aumento da exposição a setores de equipamentos de defesa e tecnologia militar, para captura dos benefícios na deflação de custos relacionados à internalização da cadeia suprimentos, e exposição a ciclos de investimentos dissociados da atividade econômica;
- Aumento das posições vendidas em empresas fornecedoras de infraestrutura solar residencial e geradoras eólicas, devido a sua *duration* mais longa e a um cenário ainda desafiador para financiamento de necessidades de caixa e estratégias de longa maturação;
- Aumento das posições vendidas em metais industriais, particularmente em siderurgia e mineradoras de cobre, uma vez que acreditamos que a performance positiva dos últimos meses devido a reabertura chinesa deverá ser revertida à medida que estes ativos incorporem em seus preços o cenário mais desafiador na demanda desses insumos, com maiores custos para financiamento dos projetos em desenvolvimento e relevante recomposição da capacidade de produção no médio prazo.

Do ponto-de-vista de posições individuais, apresentamos na tabela abaixo as principais adições e exclusões no portfólio.

EMPRESA	INDÚSTRIA	MOVIMENTO	FUNDAMENTO
Suncor Energy	Oil & Gas	Reversão de posição vendida para comprada	Captura de benefícios associados ao aumento do spread do benchmark americano (WTI) com o benchmark canadense (WCS), favorável às empresas integradas canadenses.
The AES Corporation	Clean Energy	Adição de posição comprada	Exposição ao pacote de investimentos em energias renováveis nos Estados Unidos, com estratégia de crescimento que integra a geração renovável e storage em grandes projetos.
Sunrun Inc	Clean Energy	Adição de posição vendida	Mercado de infraestrutura solar residencial sobreofertado, pressionado por grande necessidade de financiamento e menor disponibilidade de crédito ao consumidor.
CNH Industrial	Agribusiness	Fechamento de posição vendida	Performance de 10,3% acima do seu índice setorial durante os 2 meses em que compôs o portfólio, com cenário de sobreoferta de equipamento de maquinário agrícola adequadamente precificada.
FMC Corporation	Chemicals	Adição de posição vendida	Estratégia de long/short com fertilizantes na ponta longa (MOS) pelo momento menos favorável para defensivos no ciclo de químicos agrícolas.

Top Longs

TOP LONGS	PAÍS	INDÚSTRIA	% PORTFÓLIO	ADTV (US\$M)	MARKET CAP (US\$M)
TELEDYNE TECHNOLOGIES INC.	US	Capital Goods	5,4%	77	21.024
WASTE CONNECTIONS US INC.	US	Sanitation & Waste	5,4%	125	35.772
VISTRA CORP.	US	Gas & Power Retailer	4,7%	92	9.155
NORTHLAND POWER INC.	CN	Clean Energy	4,4%	45	8.495
LINDE PLC.	UK	Chemicals	4,1%	883	174.438
AIR PRODUCTS CHEMICALS INC.	US	Chemicals	4,0%	335	63.784
BUNGE LTD.	US	Agribusiness	3,6%	189	14.321
GENERAC HOLDINGS INC.	US	Clean Energy	3,4%	158	6.684
TEXTRON INC.	US	Capital Goods	3,3%	102	14.385
OCCIDENTAL PETROLEUM CORP.	US	Oil & Gas	3,3%	847	56.069
Total			41,7%		

Top Shorts

TOP SHORTS	PAÍS	INDÚSTRIA	% PORTFÓLIO	ADTV (US\$M)	MARKET CAP (US\$M)
XOP US ETF	US	Oil & Gas	-8,5%	674	3.483
XME US ETF	US	Materials	-4,3%	214	2.241
DELEK US HOLDINGS INC.	US	Oil & Gas	-3,1%	42	1.538
Total			-15,9%		

Estratégia

Acreditamos que os mercados continuarão com tendências difusas e elevada volatilidade em 2023, com a gradual acomodação, nas expectativas de resultados das empresas e nos prêmios de risco de ações, do menor crescimento global, da manutenção das taxas de juros em território restritivo por um período prolongado, e das compressões de margens por descasamentos inflacionários, porém com implicações distintas para os diversos ativos, setores e temas. Os movimentos mais táticos e de prazos mais curtos, com foco em variáveis macroeconômicas, permanecerão influenciando a volatilidade dos mercados até que os cenários para a correta adequação dos prêmios de risco fiquem mais claros.

Por outro lado, as oportunidades de arbitragem de valor entre ativos permanecem presentes, com os dados setoriais e resultados corporativos levando a movimentos mais específicos ao longo dos meses. Nesse ambiente, procuramos oportunidades que combinem posições vendidas nos setores e empresas expostas a menor atividade econômica, maior compressão de margens e consumidoras de caixa. Em contrapartida, buscamos posições compradas em setores e empresas inelásticos a menor atividade econômica, que retornem caixa a seus acionistas, expostas a ciclos seculares de investimentos, com expansão de margem, e com inflexão relevante na geração de caixa nos próximos dezoito meses, que também devem se beneficiar da gradual normalização na política de juros.

Acreditamos ainda que setores e empresas com exposição neutra ou positiva à normalização de inflação e juros, com restrições de oferta de seus produtos e com ganhos de produtividade, devem se beneficiar e observar crescimentos de 10-20% em seus resultados para 2023. Destacamos aqui os setores de bens de capital, tecnologia industrial, infraestrutura, logística agrícola, segurança energética, defesa e tecnologia militar e economia circular.

As pressões em certas cadeias de suprimentos, como energia, *commodities* agrícolas, minérios e manufaturados devem ter impactos distintos, sendo pressionadas as com ciclos mais curtos e com recomposição relevante de capacidade para os próximos 12-18 meses, como refinarias, metais industriais e mineradoras e partes da cadeia industrial, que devem sofrer revisões negativas de 5-20% nos resultados esperados para 2023.

