



**CARTA TRIMESTRAL
MULTIMERCADO MACRO
1° TRIMESTRE 2022**

CENÁRIO INTERNACIONAL

Acreditamos que o cenário para ativos de risco nos próximos meses continuará bastante desafiador.

A deterioração significativa da inflação e o mercado de trabalho apertado apontam para a necessidade de um aperto mais tempestivo das condições financeiras, especialmente nos EUA. Apesar de uma parte importante do desvio da inflação atualmente ser de caráter transitório e fruto das desorganizações das cadeias produtivas na esteira de uma pandemia e de uma Guerra, outra parte é fruto dos excessos de estímulos monetário e fiscal dos últimos anos. Além disso, quanto maior a persistência de uma inflação muito alta, maiores os riscos dela se tornar mais enraizada na economia e desancorar as expectativas. Nesse sentido, é muito difícil desinflacionar a economia dado o ponto de partida, sem que os juros subam razoavelmente acima do neutro e que o crescimento desacelere para níveis abaixo do potencial.

A ideia da “*FED put*”, tão presente nas últimas décadas quando o risco desinflacionário era dominante, tem que ser reconsiderada na nossa opinião. No mínimo, o preço de exercício dessa “*put*” é hoje muito mais fora do dinheiro do que antes. Um aspecto sintomático dessa alteração de regime, foi a mudança de correlação entre juros e ações nos países desenvolvidos durante o recente *sell-off*. Pela primeira vez na era do *Quantitative Easing*, Bolsas e *Bonds* caíram juntos. Isso traz implicações importantes para os ativos de risco e para a construção dos portfólios.

Uma normalização mais rápida da política monetária aumenta as chances de interrupção do ciclo econômico, o que de certa forma já se reflete em alguma medida na inversão das curvas de juros nos EUA e Inglaterra. Além disso, o prolongamento da Guerra aumenta os riscos financeiros resultantes de um aperto excessivo do crédito (*credit crunch*), o que seria ainda pior para a atividade global e, conseqüentemente, para os mercados.

A Guerra entre Rússia e Ucrânia

A invasão russa na Ucrânia marca o evento geopolítico mais importante dos últimos 20 anos. A tragédia humana é obviamente incalculável, mas focaremos os comentários desta carta nos impactos econômicos de curto e de médio prazo que consideramos mais relevantes para o universo de investimentos.

No curto prazo, mesmo considerando os subsídios dados pelos governos na tentativa de mitigar os efeitos econômicos para suas populações, teremos mais inflação e menos crescimento. Diferentemente da COVID-19, que representou um choque de oferta e demanda quase que concomitante, essa Guerra é um choque clássico de oferta, com efeitos estagflationários.

O conflito vai exacerbar ainda mais os problemas nas cadeias globais de produção. Além da importância e dos impactos já conhecidos em energia, trigo e fertilizantes, que pressionarão ainda mais a inflação, a incursão russa poderá afetar a oferta de paládio, níquel e neônio, insumos fundamentais para a produção de semicondutores, catalisadores e baterias automotivas, postergando ainda mais a desinflação esperada nos preços de bens duráveis.

Acreditamos que o impacto inflacionário do conflito vai além desses efeitos de curto prazo. Após a piora da Guerra Comercial entre EUA e China durante o governo Trump e a COVID-19, agora temos uma Guerra na Europa depois de um longo período de paz, como mais um vetor jogando contra a globalização. Depois de décadas em que a minimização de custos era a variável dominante no desenho das cadeias produtivas globais, questões como segurança militar, dependência energética e alimentar tendem a ganhar importância nas decisões de investimento. O mundo parece caminhar para um equilíbrio menos eficiente, e estruturalmente mais inflacionário.

CENÁRIO INTERNACIONAL

Pelo lado da atividade, os impactos da Guerra apontam para menor crescimento econômico global. O aperto das condições financeiras, o aumento dos custos do frete, da energia, e dos insumos de produção, diminuem a lucratividade das empresas e, conseqüentemente, seus investimentos. Além disso, a queda da renda real disponível das famílias tende a desacelerar o consumo. O prolongamento do conflito e a possibilidade de interrupção no fornecimento da energia proveniente da Rússia, tornam o balanço de riscos assimétricos para baixo, sobretudo na Europa.

Em teoria, num ambiente de expectativas de inflação ancoradas e BCs com credibilidade, choques de oferta clássicos deveriam ser combatidos apenas em caso de efeitos de segunda ordem nos preços. Na conjuntura atual de núcleos de inflação bem acima das metas, de um mercado de trabalho aquecido, e de uma política monetária ainda bastante acomodática, acreditamos que boa parte dos BCs focarão nas conseqüências inflacionárias. O fato deles estarem claramente atrasados no processo de normalização/aperto da política monetária, tirou qualquer espaço para acomodarem mais um choque dessa magnitude na nossa opinião. Essa percepção só mudaria caso os riscos financeiros e de crédito aumentassem significativamente.

Outra conseqüência previsível é o aumento dos gastos com defesa nos países da OTAN, principalmente nos que possuem proximidade geográfica com a Rússia. Além disso, os investimentos em diversificação da matriz energética serão acelerados. Atualmente, 40% do gás natural importado pela Europa provém da Rússia – uma dependência indesejada nesse novo arranjo geopolítico.

O cancelamento do acesso ao sistema global de pagamentos financeiros (SWIFT) de alguns dos principais bancos russos e o bloqueio de parte significativa das reservas internacionais da Rússia denominadas em dólar, euro e em outras moedas de reserva abrem precedentes importantes e perigosos para a alocação de capital público e privado dos países exportadores de poupança. As sanções impostas pelo Ocidente mostram que os ativos de reserva, até então considerados “porto seguro”, poderão, a critério do custodiante, serem bloqueados. Neste caso, a decisão quanto à localização e denominação dos ativos precisa ser reavaliada. Além disso, abre caminho para a criação de sistemas alternativos de pagamentos em outras moedas.

Somos céticos com relação à tese do USD perder o status de reserva de valor no curto e médio prazos pela ausência até aqui de uma alternativa à altura, mas o bloqueio das reservas russas deve contribuir para uma diversificação crescente a favor de *commodities*, e em especial, dos metais preciosos. Além disso, tende a aumentar substancialmente a diferenciação entre países mais e menos expostos a problemas geopolíticos, o que pode beneficiar bastante o Brasil em termos relativos.

CENÁRIO INTERNACIONAL

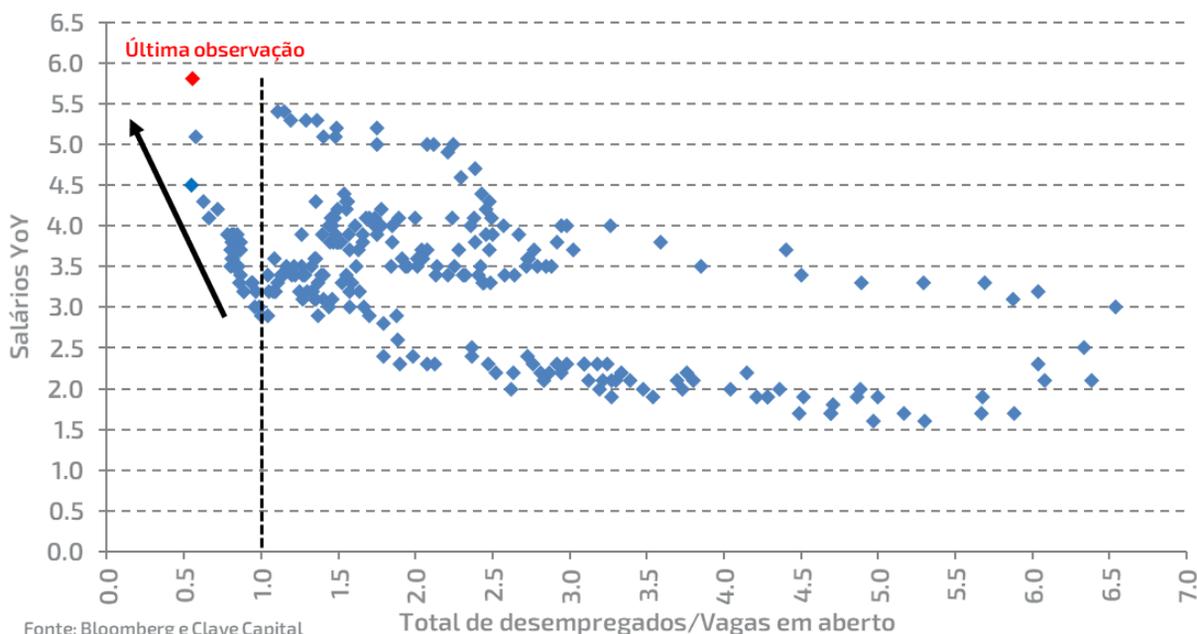
EUA – Powell: “The Inflation Outlook Has Deteriorated Significantly”

Ao longo dos últimos meses, a atividade americana continuou surpreendendo positivamente. Apesar da desaceleração esperada, a economia segue forte em função de alguns fundamentos bastante sólidos: (i) as famílias estão mais ricas e menos endividadas; (ii) o “excesso” de poupança gerado pelos estímulos da pandemia atuam como amortecedores em momentos de maior incerteza como o atual; (iii) e o mercado de trabalho mostra contínua recuperação impulsionando a renda disponível. Diferentemente da Europa, os impactos da Guerra na atividade serão menores e o aperto das condições financeiras ocorrido até o momento ainda não é suficiente para desacelerar a economia para patamares abaixo do crescimento potencial (ao redor de 1,8%), de acordo com nossos modelos. Sendo assim, revisamos o PIB de 2022 de 3,5% para 3,0%.

A inflação, por sua vez, que já estava bastante pressionada, terá pela frente uma nova sequência de choques, dificultando ainda mais as perspectivas de convergência para a meta, numa conjuntura de um mercado de trabalho cada vez mais apertado.

A demanda por trabalho segue muito forte. A relação total de desempregados por vagas em aberto está no menor nível da série histórica. Leituras abaixo de 1 - mais vagas disponíveis do que desempregados -, sugerem aumento não linear dos salários, como pode ser visto no Gráfico 1. Pelo lado da oferta, os efeitos da pandemia ainda presentes, e o balanço financeiro robusto das famílias, limitam uma recuperação mais rápida da força de trabalho.

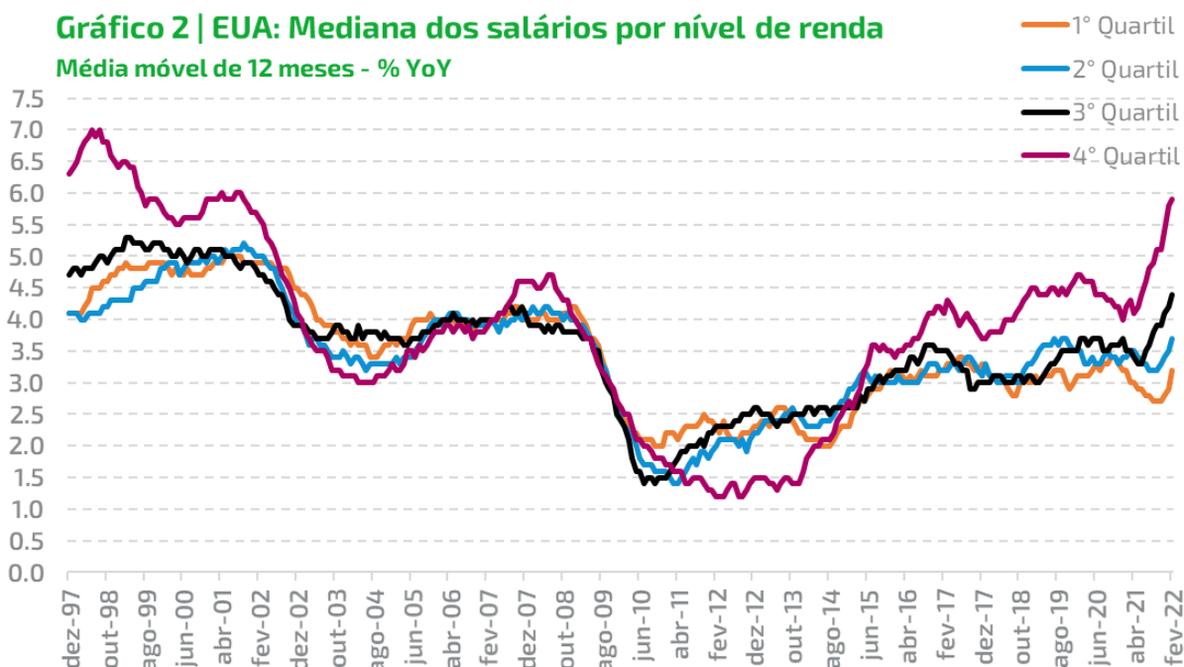
Gráfico 1 | EUA: Salários vs. (Desempregados/Vagas em aberto)



CENÁRIO INTERNACIONAL

Esse desequilíbrio entre a oferta e demanda do trabalho tem impulsionado os salários de forma disseminada. Até então, a alta dos salários estava concentrada nos setores que mais sofreram com a COVID-19, mas essa realidade mudou substancialmente. O Gráfico 2 evidencia a dispersão do aumento dos salários para diferentes níveis de renda. Nos últimos 12 meses, a mediana dos salários subiu 5,8%. Mesmo com a hipótese de um crescimento otimista da produtividade, é um ritmo que não parece compatível com inflação de 2%. Essa dinâmica inexoravelmente gerará ainda mais pressão de demanda. Com isso, revisamos as projeções do Core PCE de 2022 de 2,5% para 4,3%.

Gráfico 2 | EUA: Mediana dos salários por nível de renda
Média móvel de 12 meses - % YoY



Fonte: FED Atlanta e Clave Capital

A conjuntura descrita acima é incongruente com a condução atual da política monetária. Essa conjunção de fatores pode afetar de forma relevante o processo de formação de preços da economia e coloca em risco a ancoragem das expectativas de inflação. Nesse sentido, condicionado aos desdobramentos da Guerra, nosso cenário contempla um aperto maior e mais rápido das condições monetárias do que o projetado tanto pelo FED como pelo mercado. O FED *fundas* terminal nesse ciclo de aperto entre 2,75% e 3,00%, um juro real de 5 anos ao redor de -1% a.a. e de 10 anos ao redor de -0.50% a.a. não parecem suficientes para desinflacionar a economia na magnitude necessária, mesmo sob as hipóteses de que parte importante da alta da inflação deva ser de fato temporária, e que o juro neutro tenha caído.

CENÁRIO INTERNACIONAL

Europa – O *trade-off* crescimento vs. inflação é mais pronunciado.

Na Europa, a proximidade geográfica com a Guerra e a maior dependência energética da Rússia tornam o *trade-off* crescimento vs. inflação mais pronunciado. Os impactos negativos na atividade já podem ser observados no aperto das condições financeiras, na queda da renda real disponível das famílias e na desaceleração abrupta dos indicadores de confiança do consumidor. A continuidade do conflito, a possibilidade de desabastecimento de energia e uma nova crise de refugiados potencialmente maior do que a observada em 2015, aumentam as incertezas e tornam o balanço de riscos para a atividade ainda mais assimétrico para baixo. A nossa projeção para o PIB de 2022 foi revisada de 4,0% para 2,5%. Pelo lado da inflação, os choques da Guerra descritos anteriormente e as novas paralizações na China puxaram as revisões para cima e a projeção do ano foi revisada de 3,5% para 5,5%.

O Banco Central Europeu, em sua última reunião, mostrou-se mais preocupado com a inflação e sinalizou continuidade no processo gradual de normalização das condições monetárias. Acreditamos que conforme o conflito perdure e os impactos na atividade se tornem mais latentes, a dinâmica salarial benigna permitirá a autoridade monetária dar mais peso para o crescimento, diferenciando-se significativamente do curso monetário americano.

China – *Easing mode*.

A conjuntura chinesa com inflação baixa e atividade fraca segue dissonante do resto do mundo.

O crescimento econômico que mostrava os primeiros sinais de estabilização até o fim de fevereiro sofreu novos choques. Adicionalmente aos efeitos da Guerra, a súbita aceleração de novos casos de COVID-19 em regiões economicamente importantes colocou em *lockdown* aproximadamente 25% do PIB chinês. Essa nova paralização adiciona ainda mais gargalos às cadeias produtivas globais e mesmo que a duração seja pequena, o impacto na atividade chinesa está contratado. Assim, a recuperação esperada a partir do segundo trimestre foi postergada.

A desaceleração em curso do setor imobiliário, as incertezas regulatórias, o crescimento mais fraco e o risco de retaliações do Ocidente dada a relação chinesa amistosa com a Rússia, apertaram consideravelmente as condições financeiras. Como pode ser visto no Gráfico 3, os *spreads* de crédito *high yield* alcançaram máximas históricas e os ativos chineses sofreram um *derating* significativo, underperformando bastante os seus pares.

CENÁRIO INTERNACIONAL

Gráfico 3 | China: High Yield Spread
Em pontos base



Fonte: Bloomberg e Clave Capital

Em resposta a esses desdobramentos, o governo divulgou um conjunto de iniciativas na tentativa de restaurar a confiança do mercado e estimular o crescimento econômico.

- i) A meta do PIB para o ano é "around 5,5%", desafiadora e implica em crescimento forte nos próximos trimestres;
- ii) As políticas fiscal e monetária serão mais expansionistas. O governo já anunciou cortes de impostos e acelerou projetos de infraestrutura. A política monetária mais proativa acelerará as concessões de crédito;
- iii) "Forceful and effective measures" serão implementadas para mitigar os riscos do setor imobiliário;
- iv) Os reguladores chineses e americanos estão trabalhando em conjunto para a criação de um plano de cooperação de forma a apoiar e dar suporte para as empresas chinesas serem listadas no exterior (ADRs chineses);
- v) A regulação do setor de tecnologia será transparente, padronizada e previsível;
- vi) O governo criará incentivos de longo prazo para promover o aumento da participação de investidores estrangeiros na bolsa de Hong Kong.

A continuação da política do Zero-Covid, a não utilização de vacinas mais eficazes contra a doença, e a alta transmissibilidade da Omicron e suas variantes, tornam o balanço de riscos para a atividade assimétricos para baixo. Em contrapartida, a mudança de postura do governo e os novos estímulos ancoram o crescimento. Dessa forma, mantivemos a projeção do PIB em 5,0% para o ano.

CENÁRIO LOCAL

A mudança do regime inflacionário global somado aos efeitos da Guerra têm beneficiado os países exportadores de *commodities*, dentre eles, o Brasil. Adicionalmente, o país parece bem posicionado para o novo arranjo geopolítico que se desenha, podendo aumentar seu *share* na classe de Emergentes em detrimento de outros mais afetados pelo conflito.

Além disso, dois fatores idiossincráticos também explicam, na nossa visão, a melhora nesse ano dos ativos brasileiros: (i) a reversão abrupta da política monetária, que não só turbinou o carregamento do BRL, como trouxe funcionalidade e equilíbrio financeiro; e (ii) a percepção de que os riscos relacionados à eleição tendem a ser baixos, ou até mesmo positivos, na medida em que se confirme o cenário consensual de polarização entre o ex-presidente Lula e o atual presidente Bolsonaro.

Sendo assim, temos mais convicção de que a melhora relativa recente versus alguns pares pode continuar, mas continuamos cautelosos pelo cenário global potencialmente mais desafiador.

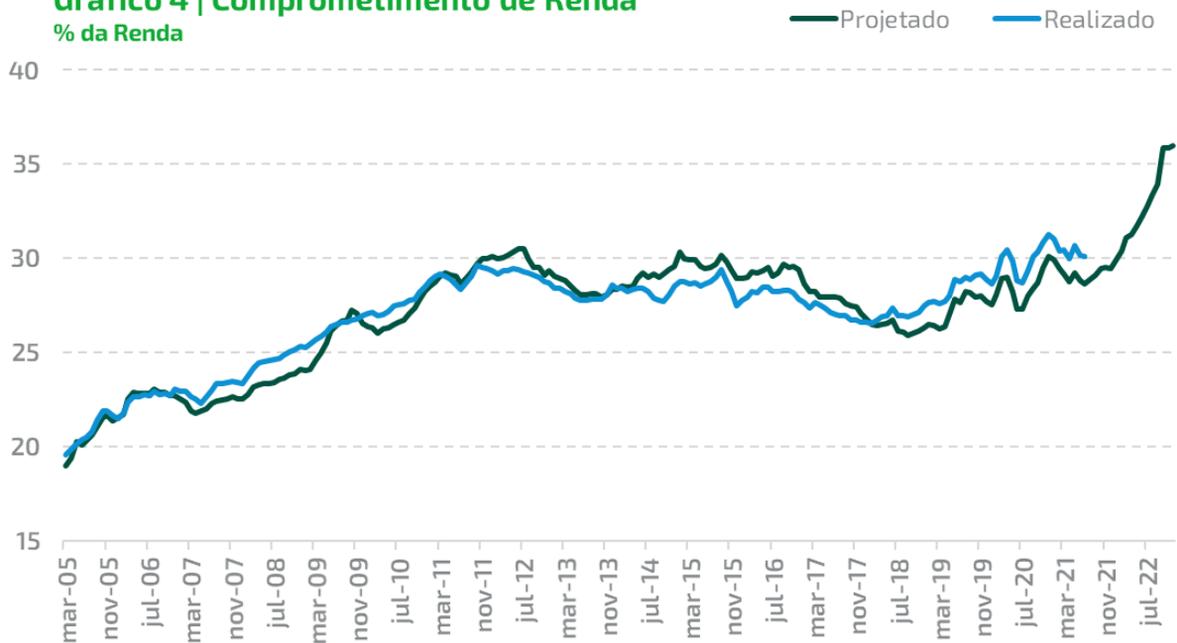
Brasil – Atividade econômica resiliente, mas não por muito tempo.

A atividade econômica no Brasil segue surpreendendo positivamente. O PIB do 4º trimestre de 2021 veio acima das expectativas e o destaque mais uma vez foi o consumo das famílias. A poupança acumulada nos últimos dois anos tem sido fundamental para a resiliência do consumo e atua como amortecedor para a queda da massa salarial real. Essa dinâmica positiva deverá continuar nos próximos meses com o anúncio da liberação de recursos do FGTS que pode injetar até R\$ 30 bilhões na economia (0,3% do PIB). Dessa forma, a nossa projeção para o PIB de 2022 é de 1,0%.

A despeito da atividade econômica mais forte no curto prazo, a nossa perspectiva é de desaceleração ao longo do segundo semestre e principalmente no próximo ano. A política monetária extremamente contracionista começará a surtir efeito, restringirá o crédito e os investimentos. Estimamos que o comprometimento de renda das famílias para o pagamento da dívida atingirá os maiores níveis da série histórica, conforme o Gráfico 4. Nesse contexto, se não tivermos estímulos adicionais do governo ou a política monetária não começar a afrouxar mais rápido do que o esperado pelo mercado, as chances de recessão econômica em 2023 são consideráveis.

CENÁRIO LOCAL

Gráfico 4 | Comprometimento de Renda
% da Renda



Fonte: Banco Central e Clave Capital

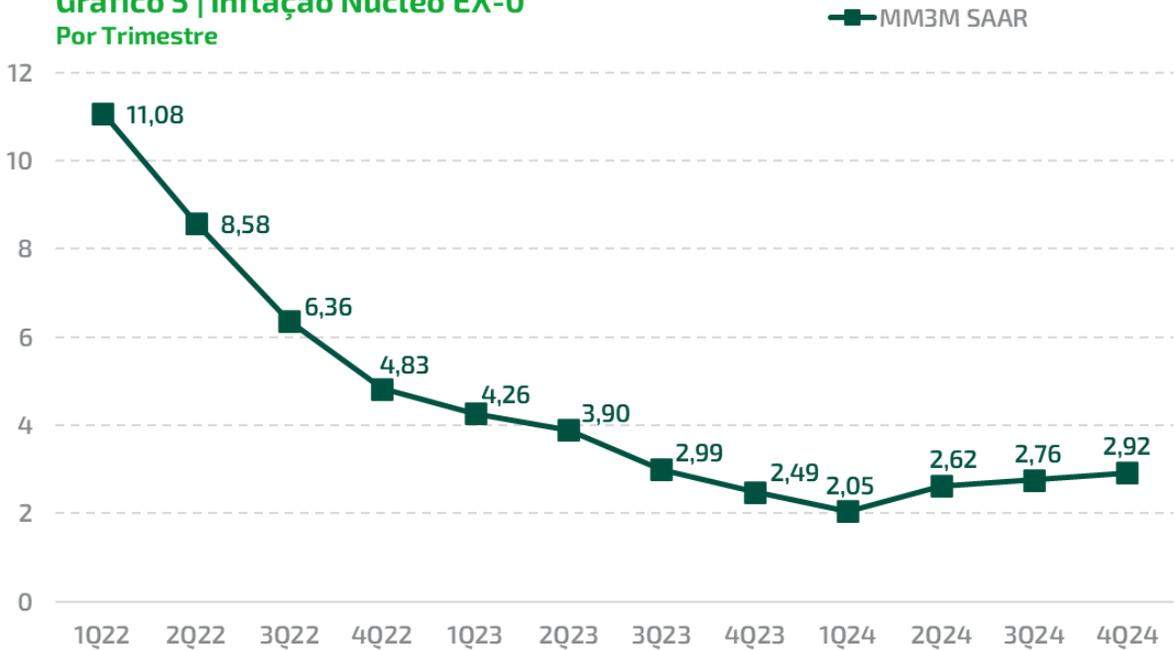
Brasil – Política monetária bastante restritiva contrapõe a piora da inflação.

Pelo lado da inflação, os novos choques ocasionados pela Guerra e citados na seção internacional - A Guerra entre Rússia e Ucrânia - também terão seus efeitos no Brasil. Adicionalmente, os problemas climáticos na América Latina que afetam as safras, os reajustes dos combustíveis e a aceleração preocupante dos núcleos de inflação, tornam a dinâmica inflacionária bastante desfavorável no curto prazo. Sendo assim, a desinflação esperada por nós e pelo mercado será mais lenta do que o antecipado, com o IPCA acumulado em 12 meses fazendo um novo “pico” acima de 11% em abril e permanecendo acima de 10% pelo menos até junho.

Contudo, apesar da dinâmica pior no curto prazo, ainda vemos a desinflação ocorrendo no segundo semestre deste ano e principalmente em 2023. O hiato ainda aberto, os efeitos defasados da política monetária e a sinalização do Banco Central em elevar a taxa Selic para patamar ainda mais contracionista, corroboram a hipótese. As nossas projeções para o IPCA de 2022 e 2023 são 7,0% e 3,2%, respectivamente. Além disso, esperamos uma desaceleração mais pronunciada dos núcleos de inflação nos próximos meses, com a média móvel de três meses com ajuste sazonal anualizada cedendo do patamar atual de 11,1% para 4,8% no último trimestre, como podemos ver no Gráfico 5. Para o início de 2023, projetamos os núcleos de inflação já dentro do intervalo de tolerância compatível com a meta.

CENÁRIO LOCAL

Gráfico 5 | Inflação Núcleo EX-0
Por Trimestre

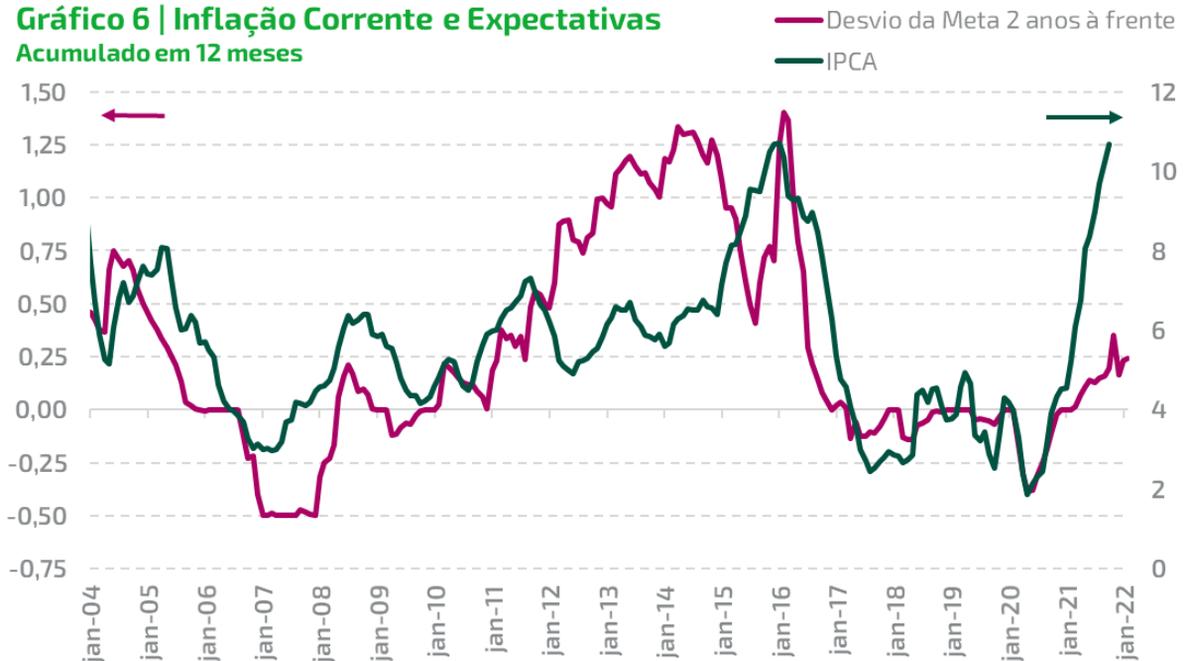


O nosso cenário central contempla o fim do ciclo de elevação da Selic em 12.75% a.a. na próxima reunião do Copom. A despeito de estarmos com uma inflação de curto prazo acima do consenso de mercado e próxima das projeções do BCB, consideramos os riscos em torno desse cenário de mais uma elevação de 100 bps simétricos. Pelo lado negativo, essa inflação de curto prazo ainda alta e desconfortável pode impactar negativamente as expectativas de 2023, levando a um ajuste adicional nos juros para níveis ainda mais contracionistas. Por outro lado, aos preços de agora (Selic de 12.75% a.a., taxa de câmbio ao redor de R\$ 4,75/US\$ e petróleo Brent ao redor de US\$ 100 o barril), nossos modelos indicam uma desinflação significativa à frente, com a projeção de 2023 ficando abaixo da meta, e de 2024 significativamente abaixo da meta. Caso a dinâmica dos mercados siga evoluindo favoravelmente, essas projeções podem sofrer revisões ainda maiores até a próxima reunião do Copom. Dada a precificação dos mercados, gostamos da opcionalidade de posições aplicadas na parte curta da curva.

Como mencionamos na última carta, discordamos da visão de que estamos diante de um processo de desancoragem das expectativas de inflação. Conforme observado no Gráfico 6, mesmo diante de uma inflação bastante persistente e disseminada em decorrência dos diversos choques ocorridos desde o segundo semestre de 2020, as expectativas de inflação de dois anos à frente seguem muito próximas da meta, diferentemente do que foi observado durante os anos de 2014-2016, período no qual a inflação corrente estava parecida com a atual, mas quando os fundamentos nos pareciam bem piores.

CENÁRIO LOCAL

Gráfico 6 | Inflação Corrente e Expectativas Acumulado em 12 meses



Fonte: IBGE, BCB e Clave Capital

Ao final do ciclo de aperto monetário, o juro real projetado estará extremamente elevado, alcançando níveis similares aos observados em 2015 e muito acima do juro neutro de equilíbrio calculado pelo próprio Banco Central. Se estivermos corretos nas projeções de inflação, o juro real no início de 2023 estará rodando acima de 7,20% a.a, usando a curva a termo de juros atual. Esse aperto, excessivo na nossa visão, poderá desacelerar a atividade econômica de forma ainda mais pronunciada e, conseqüentemente, gerar uma desinflação mais rápida do que projetamos.

Para 2023, esperamos um ciclo rápido de redução dos juros na direção de 8,00% a.a., uma vez que a inflação projetada para 2024 no cenário de referência da própria autoridade monetária (2,4%) se encontra bem abaixo da meta (3,0%). No entanto, não descartamos o início do ciclo da queda dos juros no último trimestre deste ano, a depender da atividade econômica e, conseqüentemente, da inflação.

CENÁRIO LOCAL

Brasil – Eleições.

A eleição presidencial no Brasil parece cada vez mais polarizada entre o ex-presidente Lula e o atual Presidente Jair Bolsonaro, que voltou a ganhar força nas últimas pesquisas eleitorais. A soma dos dois candidatos nas respostas espontâneas, que são menos voláteis durante a campanha, já aponta que ambos apresentam quase 70% dos votos (Bolsonaro ao redor de 30% e Lula próximo de 40%). O candidato petista provavelmente irá confirmar Geraldo Alckmin como seu vice-presidente em um claro movimento ao centro, apesar da retórica direcionada à esquerda em discursos recentes. Até as eleições, o nosso cenário base é de convergência das intenções de votos entre os dois candidatos, mas atribuímos uma maior probabilidade à vitória do candidato petista devido às baixas taxas de aprovação pessoal do incumbente e da avaliação do governo atual à essa altura da corrida.

Acreditamos que no curto prazo, caso Lula seja eleito e mantenha essa posição ao centro, poderemos ter uma continuação do movimento positivo recente nos mercados, principalmente com uma volta maior dos investidores estrangeiros para os ativos brasileiros. Como já mencionamos, o Brasil pode se beneficiar desse novo desenho geopolítico do mundo, além do seu potencial “verde” até aqui pouco explorado pelo atual governo.

Dito isso, como citamos na última carta, preocupa-nos a médio prazo a dinâmica da dívida pública. O ponto de partida é bem alto para padrões de país emergente, e o nosso PIB potencial é muito baixo em função da demografia pior e da baixa produtividade, fruto de anos de baixo investimento e má alocação de recursos. Além disso, é provável que num governo do PT a agenda de privatizações não avance e que a política parafiscal seja mais ativa, sobrecarregando a política monetária e o serviço da dívida.

INTERNACIONAL | TEMAS DE INVESTIMENTO

Seguem os principais temas que temos explorado no portfólio:

Global Reflation

O deslocamento abrupto nos preços das *commodities* empurrou as expectativas de inflação embutidas nas curvas de juros para cima, deixando os Bancos Centrais ainda mais distantes de suas respectivas metas de inflação. Em outras palavras, os juros reais cederam enquanto as taxas nominais atingiram novas máximas no ano.

Essa combinação de taxas de juros reais em território negativo com expectativas de inflação em patamar historicamente elevado nos parece insustentável e um potencial risco de instabilidade financeira.

Na parte de juro nominal, acreditamos que dada a precificação atual da curva americana (com juro terminal nesse ciclo de alta em torno de 3,0% a.a., já acima do neutro) a assimetria para posições tomadas é bem menor do que já foi. Como mencionamos anteriormente, acreditamos que mais altas serão necessárias para desinflacionar a economia dados os fundamentos, mas essa é uma tese de menor convicção. Dessa forma, aproveitamos para zerar nossas posições tomadas em juros nominais curtos, mantendo apenas posições tomadas em juros reais nos Estados Unidos e Inglaterra, na parte mais longa da curva.

Além disso, durante a fase inicial da invasão russa, abrimos posições tomadas em risco de crédito interbancário (TED *spread*) em dólar e euro para hedge de risco sistêmico das nossas posições tomadas em juros. Zeramos com lucro o tomado em dólar e continuamos tomados na parte em euro.

USD Global

A queda nos juros reais americanos, em ambiente de inflação elevada e ascendente, enfraqueceu o dólar contra as demais moedas cíclicas e emergentes, particularmente de economias exportadoras de *commodities*.

Nesse cenário, reduzimos e concentramos nossa posição comprada em dólar apenas contra o euro, dado que a Europa além de ser importadora de *commodities*, continua sob o efeito negativo da guerra na Ucrânia.

Rebound Cíclico Chinês

O processo de desalavancagem do setor imobiliário, os riscos regulatórios, as paralizações na atividade dada a nova onda de COVID-19 e, principalmente, o choque geopolítico geraram uma correção significativa nos ativos chineses.

Em resposta, foram redobrados os sinais do governo na direção de estabilizar o setor imobiliário, estimular o crescimento via afrouxamento fiscal e monetário, clarificar a parte regulatória e principalmente melhorar o ambiente de negócios.

Sendo assim, continuamos apostando taticamente na compra da bolsa chinesa, mas dada a nossa visão cautelosa com ativos de risco, também estamos vendidos em bolsa da Índia, que nos parece ter múltiplos esticados. Além disso, a economia indiana apresenta grande vulnerabilidade aos choques em curso nos preços de energia.

Mudança de Regime Geopolítico

O alinhamento estratégico entre Xi Jinping e Putin, anunciado dias antes da invasão da Rússia na Ucrânia, exacerba o processo de distanciamento entre Estados Unidos e China, particularmente em função da declarada intenção do partido comunista chinês de anexar Taiwan, e tornou ainda mais imprescindível uma resposta ocidental contundente, tal como foi o congelamento das reservas russas em dólar e euro.

Neste novo ambiente geopolítico, países que não estejam naturalmente alinhados com as economias ocidentais podem começar a rever suas alocações de reservas, migrando para alternativas, tais como o ouro, que historicamente sempre funcionou como um instrumento de preservação de valor, além de já fazer parte do portfólio dos principais bancos centrais do mundo. Sendo assim, iniciamos uma pequena posição comprada em ouro.

BRASIL | TEMAS DE INVESTIMENTO

Seguem os principais temas que temos explorado no portfólio:

BRL

Ao longo do primeiro trimestre mantivemos posição comprada em BRL, reduzindo gradualmente a exposição no final de março após a valorização acelerada da moeda em função da entrada de recursos para investimentos em ações e juros, e provenientes de exportação com preços de *commodities* em níveis elevados. Atualmente estamos operando a moeda de forma tática, apesar de acharmos mais provável uma valorização adicional da moeda.

Juros Brasil

Como ocorreu no final do ano passado, as taxas médias de juros para os anos de 2022 e primeiro semestre de 2023 voltaram a operar acima de 13,50% a.a. Iniciamos novamente posições aplicadas, combinando com posições de inclinação de curva. A grande discussão ao longo do trimestre foi qual seria a taxa terminal do ciclo e quão sensível seria o Copom em relação aos choques externos e efeitos contracionistas à frente resultante do aperto monetário. Na segunda quinzena de março a comunicação do BC passou a ser mais enfática em relação à taxa terminal próxima a 12,75% a.a. fazendo com que as taxas curtas caíssem de forma significativa, o que nos levou a reduzir as posições aplicadas. Ainda mantemos posições de inclinação de curva como parte da composição do portfólio. Olhando para o cenário prospectivo ainda vemos chances do BC ter que iniciar um processo de redução de juros de forma acelerada e antes do precipitado atualmente pelo mercado, caso não surjam novos choques na inflação.

Bolsa Brasil

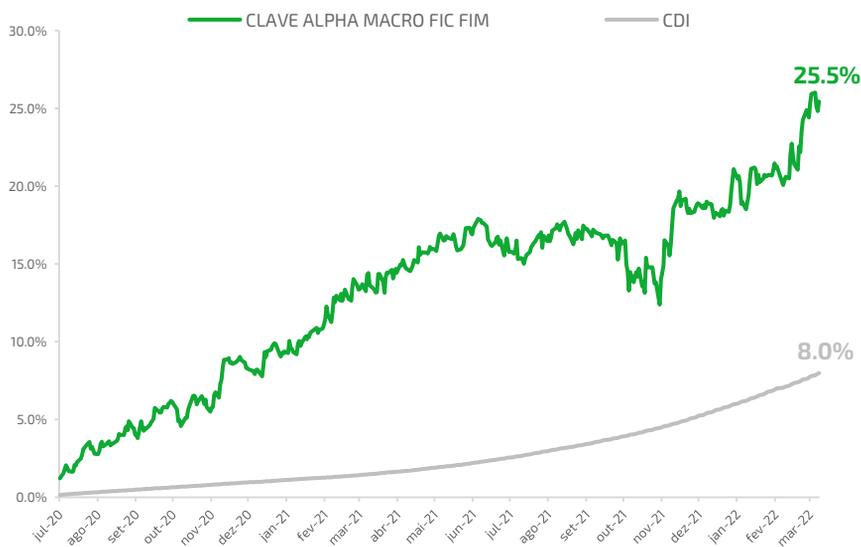
A grande surpresa no mercado de ações no início do ano foi a magnitude do fluxo de investidores estrangeiros que ingressaram na bolsa brasileira com mais de R\$90bi, contrapondo as vendas realizadas pelos fundos locais, principalmente em função dos saques sofridos, e vendas de pessoas físicas. A quase totalidade desse fluxo foi direcionado para compra de ações de *commodities*. O fundo estava comprado em ações desse segmento em função do nosso cenário externo favorável para o setor e o atual posicionamento e qualidade dos balanços das empresas brasileiras, porém iniciamos um movimento de redução gradual das posições fazendo uma rotação para empresas de qualidade mais ligadas aos setores domésticos.

CLAVE ALPHA MACRO FIC FIM

OBJETIVO DE INVESTIMENTO

O CLAVE ALPHA MACRO FIC FIM (CNPJ: 37.319.496/0001-70) tem como objetivo aplicar seus recursos em cotas do CLAVE ALPHA MACRO MASTER FIM (CNPJ: 19.941.720/0001-80), cuja política de investimento consiste em buscar atingir retornos superiores ao CDI por meio da utilização de um processo de investimento disciplinado e diversificado, com base em análise macroeconômica. As estratégias são montadas em função da análise de retorno e risco, e compostas não só com base em mérito individual como na composição total do portfólio. O foco do fundo investido é aplicar em ativos de renda fixa, câmbio, ações e seus respectivos derivativos tanto no Brasil como no exterior. O fundo investido busca explorar estratégias direcionais, com exposição a movimentos de alta e baixa dos preços dos ativos, e estratégias de valor relativo.

RENTABILIDADE ACUMULADA¹



¹ Dados calculados desde o início do fundo em 30/06/2020, considerando o fechamento de 31/03/2022.

INDICADORES¹

RENTABILIDADE DESDE O INÍCIO (FUNDO)	25.45%
RENTABILIDADE DESDE O INÍCIO (CDI)	7.98%
RENTABILIDADE EM 12 MESES (FUNDO)	9.65%
RENTABILIDADE EM 12 MESES (CDI)	6.41%
VOLATILIDADE ANUALIZADA	6.45%
SHARPE	1.45
NÚMERO DE MESES POSITIVOS	17
NÚMERO DE MESES NEGATIVOS	4
MAIOR RENTABILIDADE MENSAL	3.44%
MENOR RENTABILIDADE MENSAL	-2.25%
PATRIMÔNIO LÍQUIDO ATUAL (R\$M)	291.2
PATRIMÔNIO MÉDIO EM 12 MESES (R\$M)	268.9
PATRIMÔNIO LÍQUIDO DA ESTRATÉGIA (R\$M)	4,007.1

RENTABILIDADES (%)²

	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ	ANO FUNDO	ANO CDI	ACUM. FUNDO	ACUM. CDI
2020							1.68%	1.73%	0.80%	0.31%	1.74%	1.69%	8.20%	0.99%	8.20%	0.99%
2021	1.05%	2.22%	2.38%	0.29%	1.54%	1.13%	-2.13%	1.94%	-0.37%	-2.25%	0.94%	2.89%	9.89%	4.40%	18.89%	5.43%
2022	-0.31%	2.33%	3.44%										5.52%	2.42%	25.45%	7.98%

² Rentabilidade líquida de administração e performance e bruta de impostos. Dados calculados desde o início do fundo em 30/06/2020, considerando o fechamento de 31/03/2022.

INFORMAÇÕES GERAIS

Data de Início
30/06/2020

Aplicação Inicial Mínima
R\$ 500,00

Cota de Aplicação
D+1 até às 15h

Taxa de Administração
2.00% (incluindo a taxa do fundo Master)

Gestor
Clave Capital

Status
Fechado para aplicações

Movimentação Mínima
R\$ 100,00

Cota de Resgate
D+30

Taxa de Performance
20% do que exceder 100% do CDI (Semestral)

Administrador
Intrag DTVM Ltda.

Classificação / Código Anbima
Multimercado Macro / 540285

Saldo Mínimo
R\$ 100,00

Liquidação do resgate
1º dia útil após cotização

Taxa de Saída
10%, com cotização em D+5 e pagamento em D+1

Custodiante
Itaú Unibanco S.A.

Público Alvo
Investidores em geral

Horário
9h00 às 15h

Dados Bancários
Banco Itaú (341) – Ag. 8541
C/C 47261-2

Tributação
O fundo perseguirá o tratamento de longo prazo.

Auditoria
Deloitte Touche
Tohmatsu

Em 30 de junho de 2021, houve a mudança da gestão do Clave Alpha Macro FIC FIM ("Fundo"), passando a Clave Gestora de Recursos Ltda. ("Clave Capital") a ser a gestora responsável pelo Fundo, com a consequente alteração de sua denominação. As informações contidas neste material de divulgação ("Material") têm caráter exclusivamente informativo e não constituem qualquer tipo de aconselhamento, consultoria, análise ou oferta de valores mobiliários, não devendo, portanto, ser utilizados com este propósito. A Clave Capital não realiza distribuição de cotas. Para investir em nossos fundos, contate um distribuidor autorizado. OS INVESTIMENTOS EM FUNDOS NÃO SÃO GARANTIDOS PELO ADMINISTRADOR, PELO GESTOR OU POR QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU, AINDA, PELO FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO - FGC. A RENTABILIDADE OBTIDA NO PASSADO NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RESULTADOS FUTUROS. Os fundos da Clave Capital podem utilizar 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 dos fundos. Não há garantia de que os fundos da Clave Capital terão o tratamento tributário para fundos de longo prazo. A RENTABILIDADE DIVULGADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS E TAXA DE SAÍDA. Recomendamos a análise mínima de 12 (doze) meses para a avaliação de performance de fundos de investimento. Fonte dos índices de referência: www.b3.com.br/pt_br. LEIA A LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS E O REGULAMENTO ANTES DE TOMAR SUA DECISÃO DE INVESTIMENTO, ESPECIALMENTE A SEÇÃO RELATIVA AOS FATORES DE RISCO, E CONSULTE SEUS PRÓPRIOS ASSESSORES JURÍDICOS E/OU FINANCEIROS. Esses documentos podem ser consultados no seguinte endereço eletrônico: http://www.intrag.com.br/intrag-pt/pesquisa/Ouvidoria_Corporativa_Ita%C3%BA_0800_570_0011, em dias úteis, das 9 às 18 horas, Caixa Postal 67.600, CEP 03162-971. Deficientes auditivos ou de fala, dias úteis, das 9 às 18 horas, 0800 722 1722. Supervisão e Fiscalização: Comissão de Valores Mobiliários - CVM. Serviço de Atendimento ao cidadão em www.cvm.gov.br. MAIORES INFORMAÇÕES SOBRE A CLAVE CAPITAL ESTÃO DISPONÍVEIS NO SITE: www.clavecapital.com.br.



São Paulo: Av. Brigadeiro Faria Lima 3144, Cj 132 |
Jardim Paulista I CEP: 01451-000

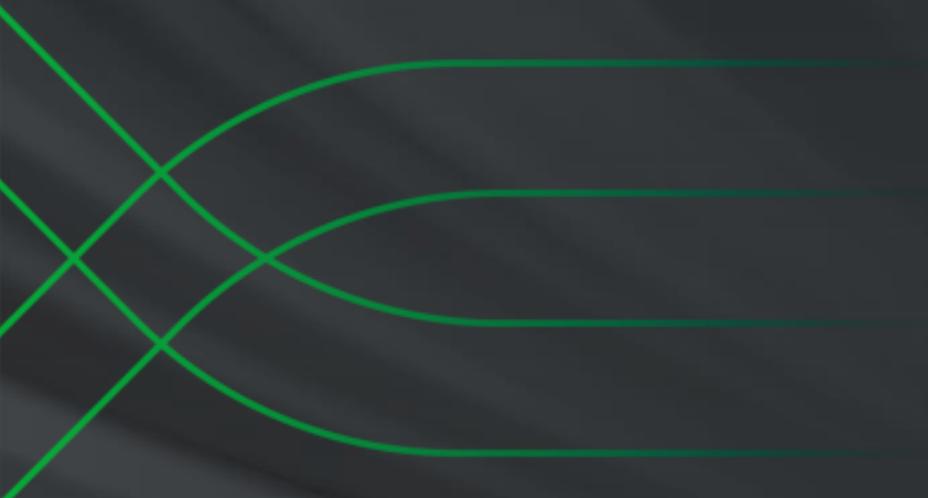
Tel: 55 11 3181-2312

/clave.capital

Rio de Janeiro: Av. Afrânio de Melo Franco 290 |
Leblon Executive Tower | CEP: 22440-032

www.clavecapital.com.br

Clave Capital



São Paulo: Av. Brigadeiro Faria Lima 3144, Cj 132 |
Jardim Paulistano | CEP: 01451-000



Rio de Janeiro: Av. Afrânio de Melo Franco 290 |
Leblon Executive Tower | CEP: 22440-032



Tel: 55 11 3181-2312



www.clavecapital.com.br



[/clave.capital](https://www.instagram.com/clave.capital)



Clave Capital