



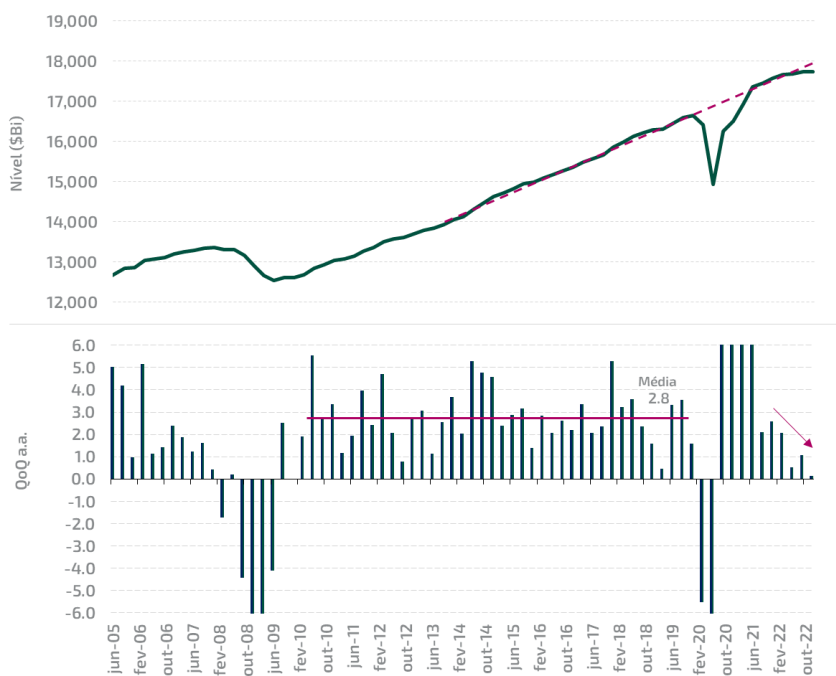
**CARTA TRIMESTRAL
MULTIMERCADO MACRO
1° TRIMESTRE 2023**

CENÁRIO INTERNACIONAL

EUA - Choque no crédito aumenta a chance de *hard landing* e o fim do ciclo parece cada vez mais próximo

Em nossa última carta abordamos que a assimetria para a atividade norte-americana era para baixo, na direção do *soft landing*, com crescimento do PIB ao redor de 1,0% em 2023, em função dos seguintes fatores: (i) condições financeiras bastante restritivas (juro real de 10 anos acima de 1,50%) e os efeitos defasados da política monetária; (ii) demanda privada abaixo do potencial, e em clara desaceleração (Gráfico 1); (iii) indicadores antecedentes apontando para o arrefecimento do mercado de trabalho. Na nossa visão, esses fatores já seriam suficientes para a convergência da inflação no horizonte relevante de política monetária. Naquele momento, com a curva de mercado precificando altas adicionais e taxa terminal ao redor de 5,25% a.a., o fim do ciclo de aperto do FED parecia próximo.

Gráfico 1 | Demanda Privada Final

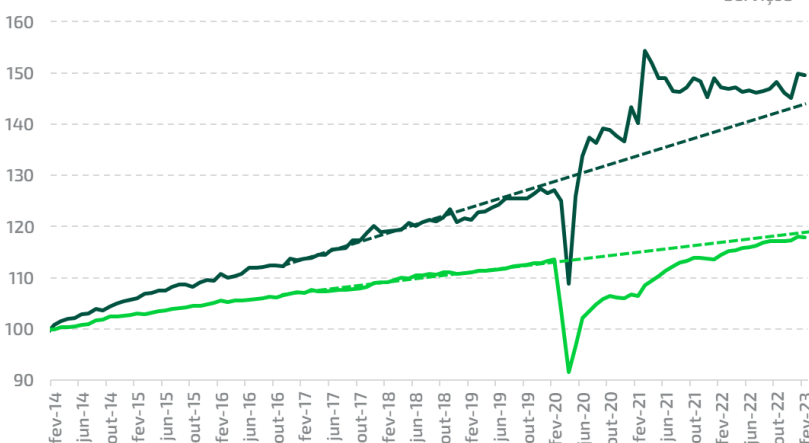


Fonte: BEA e Clave Capital

Os dados mais fortes de emprego e inflação no início do ano trouxeram questionamentos do mercado sobre a perda da potência da política monetária, sobre a possibilidade do juro real de equilíbrio ser mais alto e a possibilidade do cenário de *no landing*. O próprio FED se mostrou preocupado e abriu a porta para acelerar novamente o passo de alta de juros. Com a humildade que a singularidade deste ciclo exige, não compartilhávamos dessa visão. Acreditamos que o choque do COVID, ao dessincronizar brutalmente os setores de bens e serviços, como pode ser visto no Gráfico 2, e ter alterado o comportamento dos agentes diante de uma crise sanitária sem precedentes, pode ter aumentado a defasagem da política monetária. De forma que as curvas de oferta e demanda de diversos bens e serviços tivessem, durante algum período, diminuído bruscamente suas elasticidades a preço. Além disso, mudanças nos fatores de ajuste sazonal e o clima mais ameno nesse início de ano podem ter afetado os indicadores econômicos. Dessa forma, o cenário de *soft landing* ainda nos parecia o mais provável.

CENÁRIO INTERNACIONAL

Gráfico 2 | Consumo das famílias
Índice Dez 2013 = 100, em termos reais



Fonte: BEA e Clave Capital

No entanto, o acidente financeiro ocorrido com o Silicon Valley Bank (SVB), Signature Bank e o Silvergate Bank muda sensivelmente a probabilidade do *soft landing* e o cenário de *hard landing* ganha força e precisa ser considerado. O fim do ciclo de aperto do FED parece ainda mais perto e, a depender dos desdobramentos dessa crise financeira, não podemos descartar cortes de juros no segundo semestre desse ano. Para os que acreditavam que a política monetária tinha perdido potência, esses eventos mostram que seus efeitos estão presentes e se acumulando.

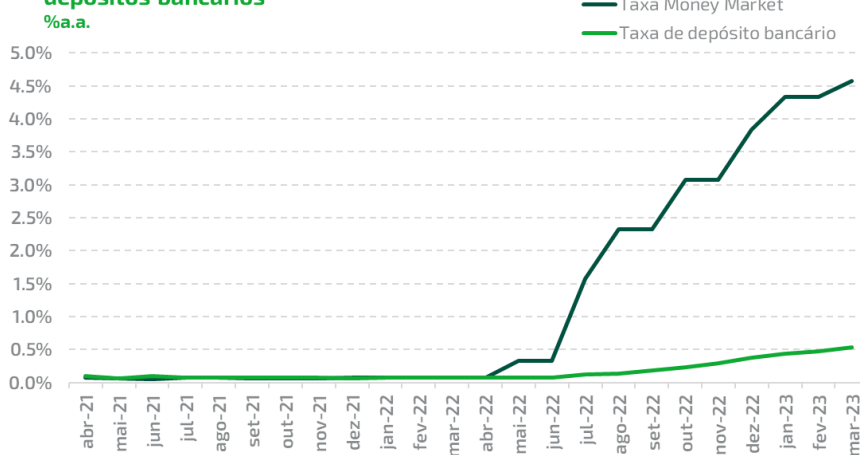
EUA - Bancos Regionais e sua importância vital para a economia americana

Geralmente problemas associados às empresas estão relacionados com a má gestão de risco por parte dos seus executivos e no caso dos bancos regionais não foi diferente. Contudo, focaremos a análise nos fatores macroeconômicos que contribuíram com o processo de falência dessas instituições, bem como os impactos para a economia americana e modelo de negócios dos bancos regionais.

A alta de juros mais rápida dos últimos 40 anos e o nível extremamente invertido da curva de juros evidenciaram a fragilidade de parte do sistema financeiro, sobretudo de alguns bancos regionais, ao descascar ainda mais o balanço de ativos (longo prazo) e passivos (curto prazo) dessas instituições. A desaceleração da atividade e o aumento histórico do *spread* entre a taxa dos *money markets funds* e a taxa paga pelos bancos aos depósitos (Gráfico 3), já vinham provocando saída dos depósitos, conforme pode ser visto no Gráfico 4. O evento do SVB (com passivo concentrado e muito exposto ao setor de tecnologia e Venture Capital), ao realizar perdas em seus ativos para cobrir os saques, agravou o problema.

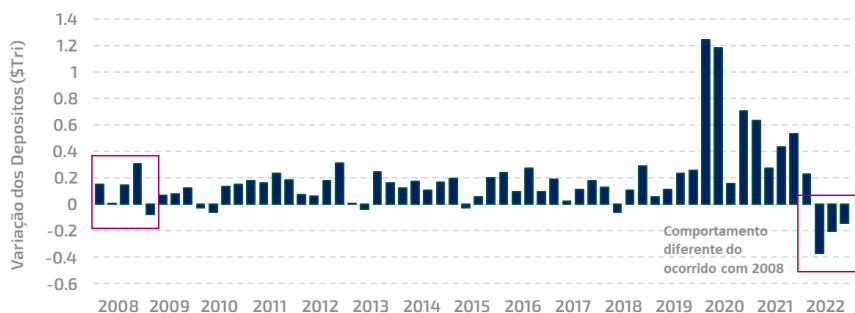
CENÁRIO INTERNACIONAL

Gráfico 3 | Spread entre as taxas dos fundos Money Market depósitos bancários

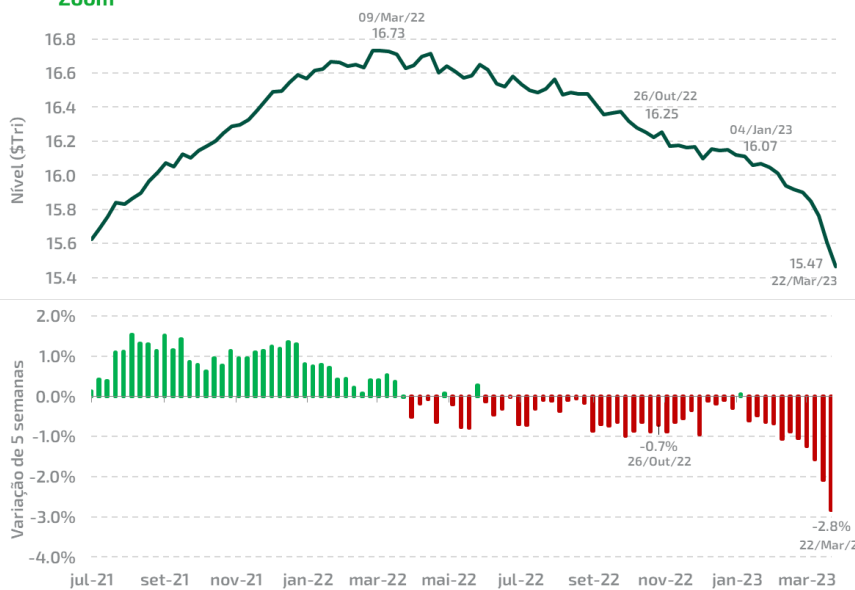


Fonte: FED e Clave Capital

Gráfico 4 | Variação trimestral dos depósitos



Zoom



Fonte: Fed, FDIC e Clave Capital

CENÁRIO INTERNACIONAL

Chama atenção a não-linearidade ocorrida com o fluxo para os fundos *money market* após a *fed funds* ultrapassar o nível de 4,0% a.a. (Gráfico 5). Será que atingimos o *The Financial (In)Stability Interest Rate (R**)*? Não temos a resposta, mas dada a sequência de eventos ocorridos desde novembro do ano passado, culminando no estresse recente dos bancos regionais, cabe a reflexão.

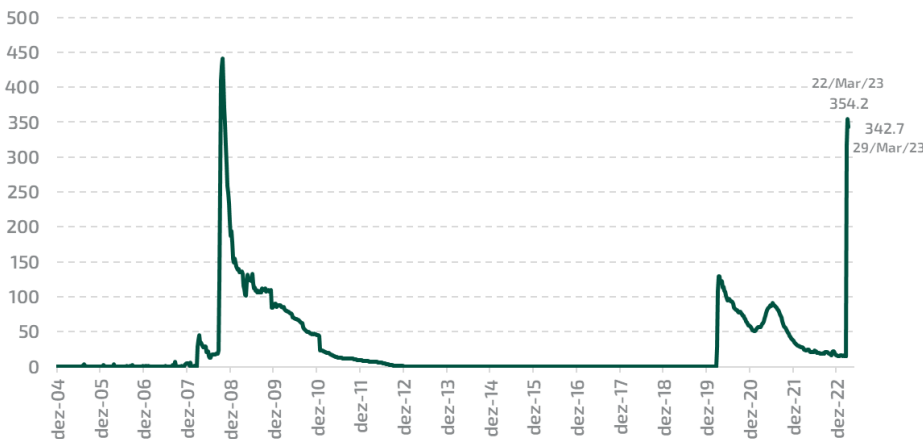
Gráfico 5 | Fundos Money Market
Desde o início do ciclo de alta de juros (16/03/2022)



Fonte: Fed e Clave Capital

A manutenção desse *spread* (Gráfico 3), em ambiente de desconfiança sobre o sistema financeiro deverá continuar pressionando a saída dos depósitos, aumentando o custo de captação dos bancos e consequentemente reduzindo sua lucratividade. Essa crise de liquidez em curso, evidenciada pelo Gráfico 6, mostra que não se trata somente de problemas pontuais dos bancos que sofreram intervenção do FDIC, e sim algo mais estrutural do sistema financeiro.

Gráfico 6 | Programas de Liquidez do FED
Semanal, \$Bi

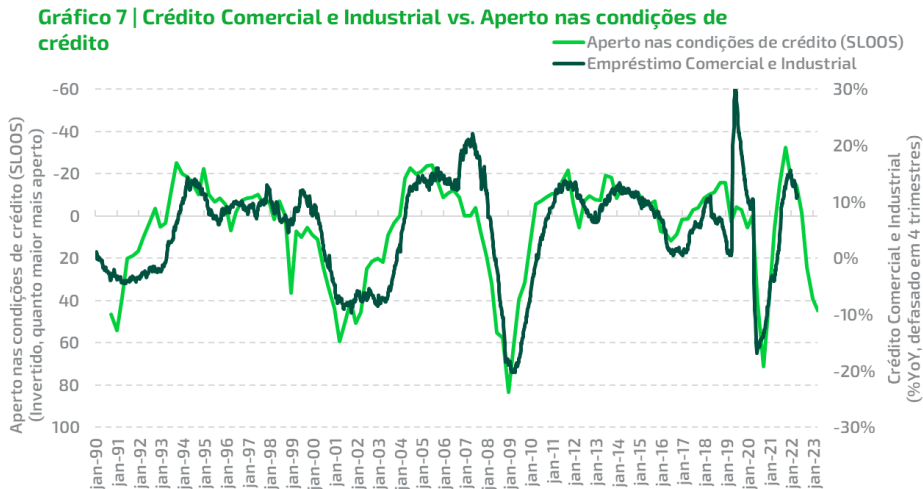


Fonte: FED e Clave Capital

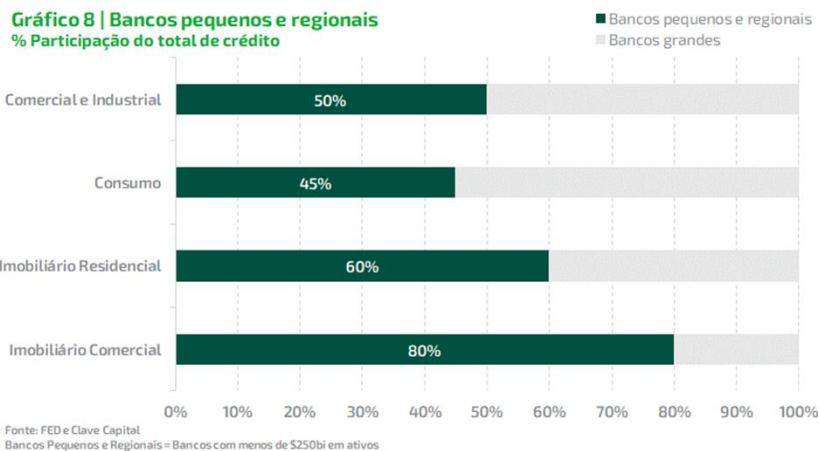
CENÁRIO INTERNACIONAL

Nas últimas semanas, entre as soluções estruturais discutidas publicamente, a garantia de todos os depósitos por parte do Congresso diminuiria a desconfiança dos agentes e possivelmente reduziria os *outflows*. Porém, diferentemente das grandes instituições financeiras, os bancos pequenos e médios não possuem requisitos tão rigorosos de capital e liquidez. Dessa forma, o aperto regulatório que nos parece inexorável, num ambiente de desaceleração da atividade, condições financeiras apertadas e a necessidade urgente de enquadramento dos balanços (ALM), poderão levar a uma alteração do modelo de negócios do setor e, conseqüentemente, uma redução importante da disponibilidade do crédito para a economia.

Mesmo que o contágio para os outros bancos seja contido, o ponto de partida, pré intervenção ao SVB, já era de condições apertadas do crédito e parece improvável que após esses eventos as condições não apertem ainda mais. Como pode ser visto no Gráfico 7, o *guidance* dos bancos já apontava para desaceleração importante das concessões de crédito à frente. Ainda que adotássemos o cenário hipotético de que a fuga dos depósitos dos bancos pequenos e médios tenha sido direcionada para as grandes instituições, essas não conhecem as idiosincrasias das empresas regionais, o que poderia acarretar em fricção do crédito e maior custo para essas companhias no curto prazo.

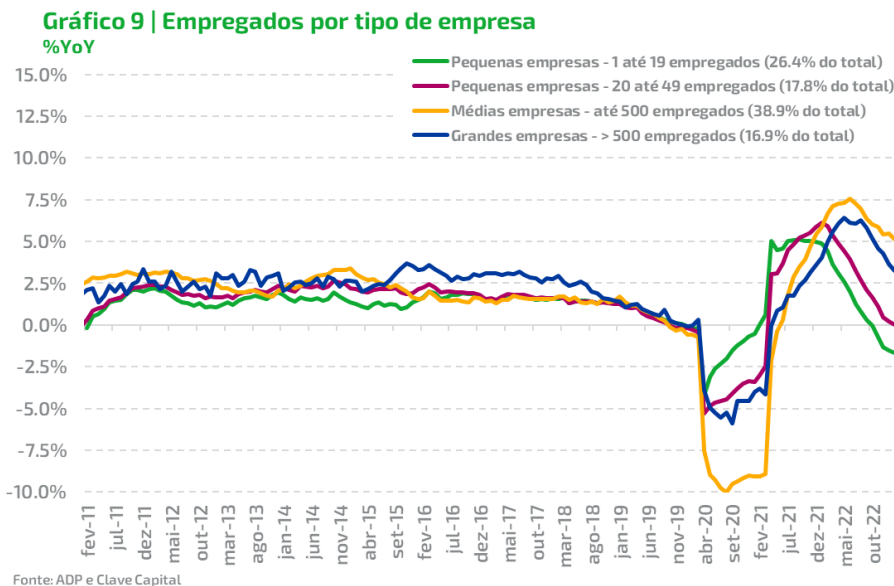


Isto posto, a interrupção mesmo que parcial do crédito é um risco muito negativo para o cenário prospectivo, uma vez que os bancos pequenos e médios são vitais para a economia americana. O Gráfico 8 evidencia a importância dessas instituições no crédito total da economia. Se considerarmos a participação dos bancos pequenos e médios no crédito para as pequenas empresas (Comercial e Industrial), essa relação é ainda maior que 50%.



CENÁRIO INTERNACIONAL

Essa participação relevante no crédito para as pequenas empresas nos parece pouco discutida pelo mercado e os impactos para a economia são relevantes. De acordo com a Small Business Administration (SBA), as pequenas empresas correspondem a 43% do PIB americano e 40% da renda disponível. Quanto ao mercado de trabalho, as empresas com até 500 funcionários (consideradas pequenas pela SBA) correspondem a mais de 80% do total de empregados, e as empresas com até 50 empregados a 45% do total. O Gráfico 9 mostra a importância das pequenas empresas para a economia. Com a desaceleração da atividade e as condições financeiras apertadas pré SVB, elas já estavam reduzindo a força de trabalho.



Outro fator relevante que precisa ser considerado é a participação dos bancos pequenos e médios no crédito para o setor imobiliário comercial (Gráfico 8). A carteira de crédito deste segmento é de 3 trilhões de dólares e 80% está no balanço desses bancos. Por outra ótica, 43% da carteira de crédito dessas instituições é direcionada para este setor e os vencimentos previstos para 2023 e 2024 são de \$300 bilhões e \$500 bilhões, respectivamente. Em contexto, o setor imobiliário comercial já mostra contração há alguns trimestres, fruto das condições financeiras apertadas, do *working from home*, da queda nos preços dos imóveis e alta taxa de vacância, que em algumas regiões ultrapassam 20%.

O aperto adicional do crédito, num ambiente de deterioração do setor e vencimentos importantes à frente, aumenta a chance de *default*. Isso poderá forçar os bancos a realizarem perdas nos balanços e adicionar desconfiança no sistema financeiro. Vale lembrar que o *trigger* para o colapso do SVB foi a realização de perdas na ordem de \$1,8 bilhão. O impacto de um possível aumento de *defaults* no setor imobiliário comercial seria em ordem de grandeza ainda mais relevante.

A situação do sistema financeiro e dos bancos pequenos e médios é fluida e o cenário se torna mais incerto do que o usual. Na tentativa de calcular os impactos para a atividade, elaboramos cenários para a evolução da carteira de crédito dos bancos pequenos e médios.

CENÁRIO INTERNACIONAL

- i) **Cenário 1:** A crise é contida de forma rápida e os bancos expandem suas carteiras de crédito em 2023, mas em ritmo menor do que o observado em 2022. Nesse caso, nossa hipótese assume que as concessões crescerão metade do observado em 2022;
- ii) **Cenário 2:** A crise continua, mas sem contágio adicional e falência de outras instituições. O escrutínio regulatório se intensifica, a necessidade de enquadramento dos balanços aumenta e a conjuntura econômica incerta força os bancos a não conceder novos empréstimos, somente rolando a carteira já existente;
- iii) **Cenário 3:** A crise se agrava, novos bancos entram em falência, *defaults* no setor imobiliário comercial aparecem e a desconfiança no sistema aumenta. Nessa situação, consideramos contração de 5% na carteira de crédito desses bancos;

Como podemos observar na Tabela 1, o impacto no PIB¹ é considerável. E no caso do Cenário 2, que atribuímos maior probabilidade, o impacto potencial é de aproximadamente 1% do PIB.

Tabela 1

	Variações das Concessões de Crédito (Bi USD)	Impacto Potencial no PIB
Cenário 1	-281 bilhões	-0.5%
Cenário 2	-563 bilhões	-0.9%
Cenário 3	-789 bilhões	-1.3%

Por conservadorismo, adotamos que todo o estresse ocorrido ficará circunscrito aos bancos pequenos e médios, mas a correlação das concessões de crédito entre os grandes bancos e os de menor porte é alta (0,97). Em outras palavras, o risco dos grandes bancos também apertarem o crédito é real, o que tornaria o impacto na atividade ainda mais importante.

Por fim, entendemos que o aperto monetário já em curso e seus efeitos defasados ainda por vir, serão intensificados pelo acidente financeiro ocorrido, aumentando a potência e a transmissão da política monetária, com desdobramentos ainda mais negativos para a atividade. Definitivamente, estabilidade financeira ganhará peso na função reação do FED, antes focada quase que exclusivamente na estabilidade de preços.

Europa – A Suíça e seus desdobramentos de médio prazo

Em nossa carta referente ao primeiro trimestre de 2022 chamamos a atenção para as sanções impostas à Rússia - o cancelamento do acesso ao sistema global de pagamentos financeiros (SWIFT) de alguns dos principais bancos do país, o bloqueio de parte significativa das reservas internacionais denominadas em dólar, euro, franco suíço e em outras moedas de reserva, e o fim da neutralidade histórica da Suíça – que abriam precedentes importantes e perigosos para a alocação de capital dos países exportadores de poupança. Naquela ocasião, descobrimos que os ativos de reserva, até então considerados “porto seguro”, poderiam, a critério do custodiante, serem bloqueados e questões como diversificação, sistemas alternativos de pagamentos e fatores geopolíticos deveriam ser considerados na alocação de recursos.

1 - As nossas estimativas são baseadas na literatura sobre choques de oferta no crédito (credit crunch) e seu multiplicador para a atividade. Utilizamos o multiplicador de 0,4. Em outros termos, para cada 100 dólares de contração na oferta de crédito, o impacto no PIB é de 40 dólares.

<https://www.nber.org/papers/w25458>

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2673~7d8599b01a.en.pdf>

CENÁRIO INTERNACIONAL

Transcorrido doze meses, a solução encontrada para o Credit Suisse (CS) também deverá ter impactos relevantes para a Suíça, para o franco suíço e o sistema financeiro. De fato, o trâmite da operação abre novos precedentes:

- i) O processo de fusão entre bancos considerados sistemicamente importantes pôde acontecer sem aprovação dos acionistas. Este é um precedente importante que os acionistas minoritários de todos os “*too big to fail banks*” deverão levar em consideração;
- ii) O modelo de estruturação de capital dos bancos precisará ser revisto. A marcação a zero dos respectivos títulos conversíveis, conhecidos como CoCos ou títulos AT1, sem que os acionistas tivessem o mesmo tratamento (receberam em ações do UBS o equivalente a CHF 0,76 por ação) é surpreendente. Em geral, na estrutura de capital, os detentores desses títulos estão acima dos acionistas e portanto, o modelo implementado para o caso levanta sérias questões sobre o real valor dos CoCos. Cabe lembrar que esses títulos foram amplamente utilizados pelos bancos europeus para reforçar seus balanços após as crises de 2008 e da zona do euro de 2011-13.
- iii) O fim da neutralidade histórica com as sanções para à Rússia e a incerteza regulatória e jurídica gerada por essa fusão, trazem dúvidas sobre o cumprimento do *rule of law* e garantia dos direitos de propriedade. Como exemplo, a Arábia Saudita em outubro de 2022 investiu \$1.5 bilhão na compra de aproximadamente 10% das ações do CS com a premissa de que a Suíça era um dos países mais seguros do ponto de vista jurídico para o investidor estrangeiro. Após 6 meses, sem direito a voto e participação no processo de fusão, esse investimento realizou prejuízo de quase 80% e se tornou ações do UBS.

Tais pontos nos fazem refletir sobre o papel da Suíça como “porto seguro”, o que deverá ser refletido na diminuição dos investimentos e do fluxo de capital para o país ao longo dos próximos anos.

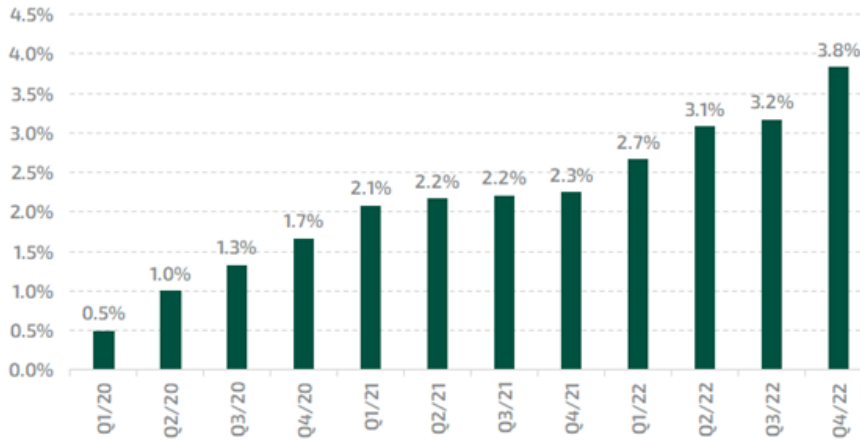
China – Reopening em curso

A evolução da conjuntura econômica chinesa vem se mostrando compatível com o nosso cenário base explorado na última carta. O acúmulo de poupança dos últimos três anos, conforme o Gráfico 10, somado aos efeitos da reabertura e a melhora cíclica de *housing* são vetores importantes para a atividade e permitirão a China ser o único país a apresentar aceleração de crescimento em relação a 2022. Porém, diferentemente dos ciclos anteriores, o crescimento de 2023 será puxado por serviços e menos intensivo em demanda por commodities. Nesse contexto, os dados de atividade de janeiro e fevereiro, e os indicadores de mobilidade e turismo, sobretudo para a Ásia, reforçam a análise.

Além disso, as concessões de crédito aceleraram consideravelmente e o impulso de crédito reverteu a tendência de queda e já mostra contribuição positiva para a demanda doméstica. Mantivemos a projeção do PIB ao redor de 5,0%, mas o balanço de riscos é assimétrico, na direção de maior crescimento. No médio prazo, os desafios permanecem e fatores estruturais como elevado endividamento, demografia desfavorável e pico da urbanização apontam para crescimento mais baixo.

CENÁRIO INTERNACIONAL

Gráfico 10 | Excesso de Poupança das Famílias Acumulado (% PIB)



Fonte: Bloomberg e Clave Capital

Ao mesmo tempo que a dessincronização do ciclo econômico chinês frente aos demais países vem se materializando e surpreendendo positivamente as expectativas de mercado, a *underperformance* dos ativos chineses nesse início de ano chama atenção. Acreditamos que os riscos geopolíticos e a maior concentração de poder nas mãos do Xi Jinping expliquem em grande medida a percepção mais cautelosa dos investidores, sobretudo os locais, com os ativos chineses.

O estreitamento das relações políticas e comerciais com a Rússia em meio à Guerra na Ucrânia aumentam os riscos de sanções sobre a China. Se por um lado, a China pode ser vista como intermediadora de um possível acordo de paz entre Rússia e Ucrânia, por outro a aproximação do Xi Jinping com o Putin aumenta a chance do fornecimento de armas da China para a Rússia o que implicaria em resposta do Ocidente via sanções para a China e possível escalada do conflito.

Pelo lado político doméstico, a reorganização institucional e mudanças nos cargos do alto escalão do governo concentram ainda mais o poder nas mãos do Xi Jinping. Mesmo que as novas diretrizes de curto prazo mostrem determinação do governo em acelerar o crescimento e apontem para uma postura em tese mais favorável ao ambiente de negócios para o setor privado, as indicações de aliados ao Xi para os cargos de primeiro-ministro e vice centralizam ainda mais as decisões no mandatário chinês. Entendemos que a memória recente das pesadas intervenções do governo no setor privado, em especial no setor de tecnologia e construção, possam estar predominando pelo menos por ora, impedindo o *animal spirit* dos investidores locais de participarem desse novo mandato do Xi Jinping.

CENÁRIO LOCAL

Os desdobramentos na área econômica desde o fim das eleições presidenciais e a direção das sinalizações do governo reforçam a nossa cautela com o cenário local. Tem ficado cada vez mais nítido que a versão Lula 3.0 carrega um grande viés desenvolvimentista para a economia. A visão de que o Estado é um agente indutor de crescimento imprescindível impede que se faça um ajuste fiscal que passe pela redução dos gastos. Caberá ao aumento da carga tributária e/ou diminuição das desonerações a tarefa de minimizar a piora da dívida pública.

Achamos que os ataques frequentes do governo ao Banco Central, carregam uma grande dose de componente político. Além do presidente e diretores serem vistos como “bolsonaristas” por integrantes do atual governo, na medida em que foram apontados pelo governo anterior, escolheu-se o vilão para uma eventual frustração econômica. É essencial que essa guerra declarada não escale para uma mudança mais heterodoxa do arcabouço monetário. Combinar uma âncora fiscal dependente de aumento de carga tributária com experimentos monetários mais extremos, pode ser absolutamente disruptivo não só para os preços dos ativos brasileiros, como para a economia real. Ao mesmo tempo que atribuímos baixíssima probabilidade para esse cenário mais extremo de aventura monetária, não podemos descartá-lo.

De qualquer forma, ciclicamente as pressões sobre os juros serão cada vez maiores diante da desaceleração contratada da atividade econômica, ainda mais visível diante dos acontecimentos recentes no mercado de crédito internacional e doméstico.

Brasil – O canal de crédito e a Política Monetária

De acordo com o IBGE, o PIB do Brasil teve queda de -0,2% no último trimestre do ano passado, reforçando a desaceleração da atividade econômica iniciada no segundo semestre de 2022. A absorção doméstica perdeu força no final do ano passado (0,0%), vindo de alta de 0,6% no trimestre anterior. Já era esperado que a demanda agregada começasse a perder força, diante do forte e rápido ciclo de aperto monetário e aos efeitos defasados ainda em curso. Esperamos que os componentes cíclicos da demanda agregada percam ainda mais força nos próximos meses.

Os eventos recentes envolvendo o mercado de crédito doméstico e internacional deverão desacelerar o PIB de forma mais pronunciada a partir do segundo semestre deste ano, com impactos relevantes sobre o mercado de trabalho e, principalmente, sobre a inflação. Desse modo, trazem elementos adicionais para a conjuntura econômica e podem afetar os próximos passos da política monetária.

Na tentativa de entender melhor o repasse da taxa de juros Selic sobre a economia e partindo do Boxe apresentado no Relatório de Inflação do 3º trimestre de 2022, expandimos o estudo para verificar não apenas o impacto da Selic e da inadimplência sobre os juros livres do SFN, mas também sobre a atividade e a inflação.

Conforme as nossas estimativas, os repasses da alta da Selic para os juros do crédito livre são rápidos e intensos. Uma alta permanente de 1,0 p.p. da taxa básica por um período de um ano eleva a taxa de juros total do crédito livre em cerca de 1,7 p.p. em três trimestres. Entretanto, no Boxe do RI não foram analisados outros mecanismos de transmissão da política monetária, como por exemplo, o efeito da inadimplência. Apesar dessa variável estar contida na equação estimada pelo BCB, o impacto direto da mesma não foi mencionado no estudo. Sendo assim, exploramos também o efeito dessa variável relevante para o crédito.

CENÁRIO LOCAL

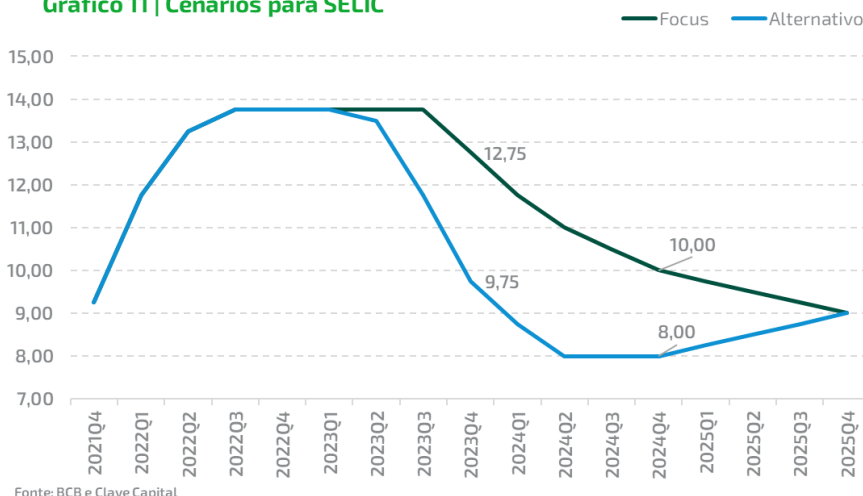
O aumento da inadimplência tem impacto sobre a taxa de juros do crédito livre total. Estimamos que uma alta permanente de 1,0 p.p. por um ano na inadimplência eleva em torno de 1,3 p.p. a taxa de juros do crédito livre no horizonte de três trimestres. Como o repasse da alta da Selic ocorre rapidamente, grande parte do ciclo de aperto monetário já está contido no preço; porém, como o impacto da inadimplência tem efeito defasado e ela seguirá aumentando nos próximos meses, há ainda ajuste adicional por vir na taxa de juros para PF e PJ. Nosso cenário contempla alta adicional da inadimplência do crédito livre PJ de 2,4% para 3,2% e da PF de 6,1% para 7,0% no 3º trimestre deste ano. Com isso, as taxas de juros livres terão alta adicional para 45,9% (de 44,2% em fevereiro). Essa alta defasada da inadimplência combinada entre PF e PJ significa um impacto de cerca de 1,7 p.p. nos juros livres, o que é similar a um aumento de cerca de 1,0 p.p. da taxa Selic no horizonte de um ano. É como se a Selic estivesse este ano em 14,75% a.a. sob a ótica do mercado de crédito livre.

Portanto, o estudo apresentado aponta que o ciclo de alta de juros iniciado no Brasil em 2021 e encerrado no ano passado ainda terá impactos sobre o mercado de crédito nos próximos trimestres. A questão que surge no momento é: qual o impacto dessa nossa análise sobre as projeções de PIB, de inflação e possível resposta de política monetária?

Procurando responder à essa questão, partimos dos nossos modelos de componentes de demanda agregada e introduzimos a variável taxa de juros do crédito livre PJ e PF. Ao adicionar as nossas projeções de taxa de juros do crédito livre para PJ (na equação de investimento) e para PF (na equação do consumo), encontramos impacto relevante sobre as nossas projeções para os dois componentes mais importantes da demanda agregada, sinalizando uma desaceleração mais pronunciada do PIB a partir do 2º semestre deste ano e ao longo de 2024. De acordo com nossas simulações, o PIB deste ano poderia ser -0,5% (ao invés de 0,5%) e 2024 ser -1,0% (ao invés de 1,0%).

A desaceleração mais pronunciada da atividade econômica aumentaria o hiato do produto levando à desinflação mais acelerada à frente. Ao simular o mercado de crédito mais apertado, a projeção de inflação do BCB poderia ser reduzida para 5,5% (de 5,8%) em 2023 e para 2,5% (de 3,6%) em 2024. Diante desse cenário, o afrouxamento da política monetária poderia ser muito mais agressivo do que está precificado no mercado. De acordo com nossas simulações, para alcançar a meta de inflação em 2024 e 2025, a Selic poderia terminar este ano em 9,75% e em 8,00% a.a. ao final de 2024, bem abaixo do que a pesquisa Focus projeta (12,75% e 10,00% a.a., respectivamente), conforme o Gráfico 11. Portanto, os eventos recentes no mercado de crédito global e doméstico, bem como os exercícios apresentados, apenas reforçam nosso cenário de afrouxamento monetário mais cedo e mais intenso do que o esperado pelo mercado.

Gráfico 11 | Cenários para SELIC



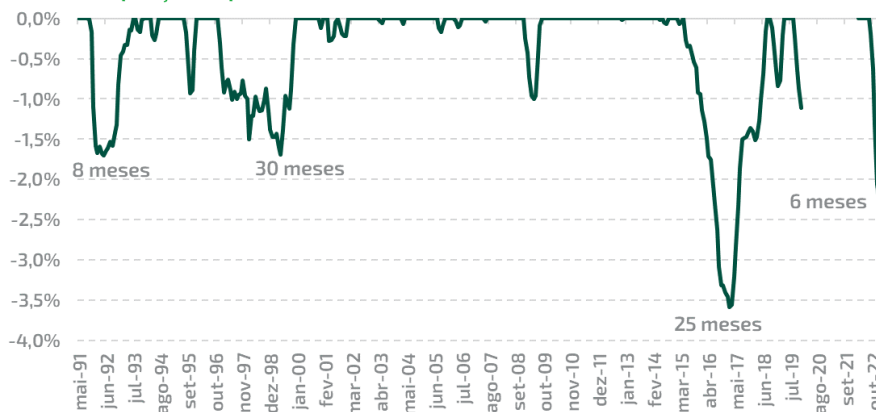
Fonte: BCB e Clave Capital

CENÁRIO LOCAL

Brasil – Consequências estruturais de um programa de governo mal desenhado

O mercado de trabalho brasileiro passou por uma grande transformação nos últimos meses. Em agosto de 2022, havia 99,9 milhões de pessoas empregadas de acordo com a PNAD, divulgada pelo IBGE. Em fevereiro de 2023, esse número caiu para 97,6 milhões, uma perda de 2,3 milhões de postos de trabalho (ou 2,3% do total de empregados). A título de comparação, durante a recessão de 2015-2016, a maior da história do Brasil, foram perdidos 3,3 milhões de empregos (3,59% do total) em 2 anos, conforme mostrado no Gráfico 12. A PNAD tem um histórico curto, pois começou a ser divulgada apenas em 2012, o que dificulta uma análise adequada do mercado de trabalho. Diante disso, construímos uma série histórica desde 1991, que utiliza dados da antiga pesquisa de emprego, a PME, cuja divulgação foi encerrada em 2016. Sendo assim, os dados anteriores a 2012 são estimativas com base na PME e os posteriores são os dados realizados da PNAD. Nota-se, portanto, que a recessão de 2015-2016 e a recente mudança nos dados de emprego foram as duas maiores crises do mercado de trabalho dos últimos 40 anos.

Gráfico 12 | Drawdown da População Ocupada
% da População Ocupada

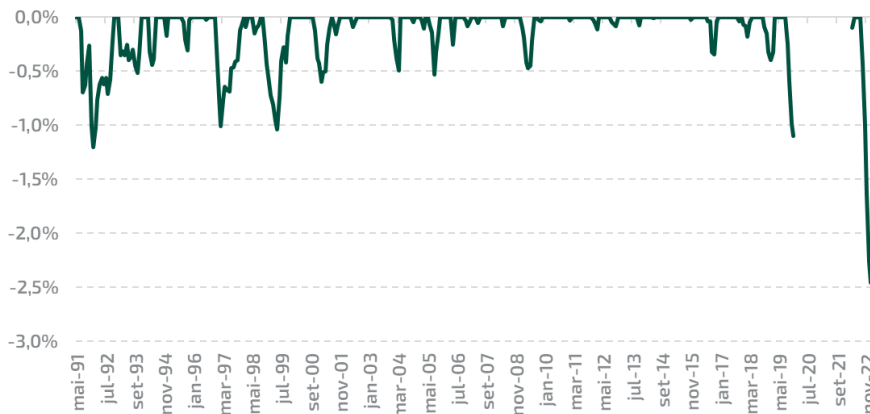


Fonte: IBGE e Clave Capital
* O Período da Pandemia foi excluído da amostra

Outro movimento relevante ocorreu na força de trabalho (pessoas empregadas somadas às que procuram emprego, os desempregados) que diminuiu em 2,6 milhões (2,5% do total) nos últimos cinco meses. Excluindo o período da pandemia, a maior queda da força de trabalho havia sido de 1,2% da PEA em 1992, como podemos ver no Gráfico 13. Nesse contexto, podemos afirmar que estamos vivendo uma alteração sem precedentes no mercado de trabalho brasileiro. Por mais que a quantidade de pessoas empregadas esteja caindo de forma abrupta, a taxa de desemprego segue estável devido à queda em magnitude parecida da taxa de participação.

CENÁRIO LOCAL

Gráfico 13 | Drawdown da Força de Trabalho
% da Força de Trabalho



Fonte: IBGE e Clave Capital

*O Período da Pandemia foi excluído da amostra

Um dos principais mecanismos de política monetária é a desaceleração econômica, reduzindo o número de empregados e aumentando o número de desempregados. Com um aumento da taxa de desemprego, é esperado que os salários sejam reduzidos. Sendo assim, menos pessoas empregadas e rendimentos mais baixos, diminuem a massa salarial que leva a uma queda na demanda agregada. Se os trabalhadores, uma vez saindo do emprego, deixam o mercado de trabalho, o desemprego não aumenta e os salários não comprimem como o esperado. Dessa forma, a massa salarial pouco se arrefece ou até mesmo não cai. Inclusive, essa é a dinâmica que está ocorrendo no Brasil: uma redução sem precedentes no número de empregados e a massa salarial perto dos níveis mais altos da série histórica. A queda da força de trabalho é um choque de oferta negativo que dificulta o trabalho do Banco Central e tende a levar o país a um crescimento potencial menor e uma NAIRU (*Non-accelerating Inflation Rate of Unemployment*) maior.

É importante comentar que os dados da PNAD são amostrais e com pesquisas presenciais. Durante a pandemia, as entrevistas foram conduzidas de maneira remota, uma mudança na metodologia original que pode alterar os resultados. Além disso, quase todos os dados econômicos sofreram algum tipo de distorção durante a pandemia, o que pode dificultar a correta análise das séries dessazonalizadas. Pequenas alterações nos métodos de dessazonalização, que antes da pandemia eram irrelevantes, têm levado a diferenças consideráveis nas séries com ajuste sazonal.

Acreditamos que a melhor explicação para o movimento recente no mercado de trabalho (queda da população ocupada e da taxa de participação) está relacionada às alterações nos programas de transferência de renda. O Bolsa Família (BF) ficou razoavelmente estável (com 14 milhões de beneficiários e um rendimento ao redor de 20% do Salário Mínimo) durante 7 anos. Entre março de 2020 e agosto de 2022 houve sete alterações no BF, listados na Tabela 2, que mudou de nome três vezes. A mais relevante se deu na virada de 2020. Após nove meses com 56 milhões de pessoas recebendo em média R\$ 575,00, com o Auxílio Emergencial, o BF voltou durante 3 meses (entre janeiro e março de 2021), com 14,3 milhões de beneficiários e valores médios de R\$ 187,00. Com tantas modificações ocorrendo em um curto intervalo havia uma incerteza enorme na população de baixa renda acerca do pagamento e continuidade do benefício.

CENÁRIO LOCAL

Tabela 2

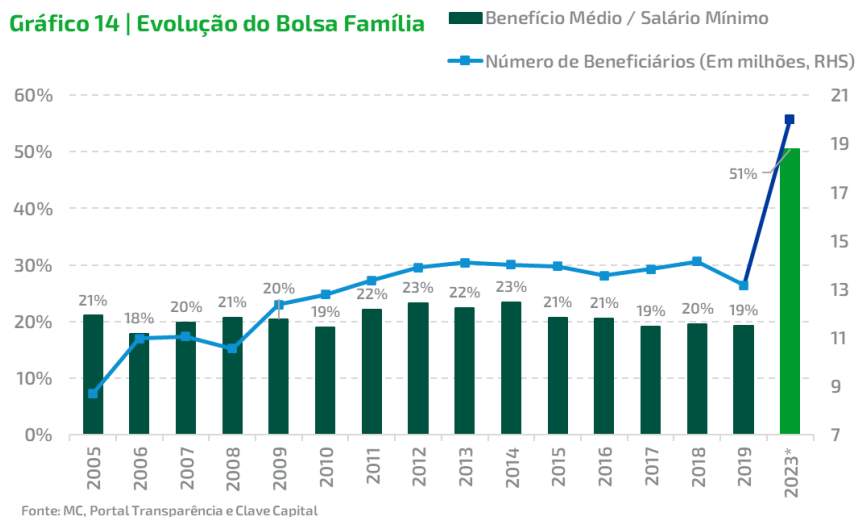
Programas de Transferência de Renda - 2020 a 2022

Cenário	Programa	# Beneficiários	Valor Médio	Gasto Mensal do Governo (Bi)
2005 - Mar/20	Bolsa Família	13.2MM	191 reais	R\$ 2,5
Abr/20 - Dez/20	Auxílio Emergencial	56.6MM	575 reais	R\$ 32,6
Jan/21 - Mar/21	Bolsa Família	14.3MM	187 reais	R\$ 2,7
Abr/21 - Out/21	Auxílio Emergencial	35.3MM	228 reais	R\$ 8,1
Nov/21	Auxílio Brasil	14.5MM	224 reais	R\$ 3,2
Dez/21 - Jun/22	Auxílio Brasil	17.4MM	214 Reais + Adicional temporário de 214 Reais *	R\$ 7,1
Jul/22	Auxílio Brasil	18.1MM	403 reais	R\$ 7,3
Ago/22 - Dez/22	Auxílio Brasil	21.0 MM	604 reais	R\$ 12,6

* Nem todas as famílias foram beneficiadas pelo adicional de R\$ 214,00

Em nossa avaliação, essa percepção foi alterada em meados de 2022, com o início do ciclo eleitoral e a aprovação da PEC Kamikaze que garantiu R\$ 600 para todos os beneficiários. A defesa enfática dos dois principais candidatos à presidência pela manutenção do valor que já estava sendo pago, deixou claro que um auxílio nessa magnitude seria permanente. Foi exatamente nesse período que começou a queda do emprego e da força de trabalho.

Para 2023 projetamos mais de 20 milhões de beneficiários (50% de aumento em relação ao período pré-pandemia) e um rendimento médio de 50% do salário mínimo, muito acima dos 20% que vigorava anteriormente, conforme o Gráfico 14.



Existem evidências que sugerem que o BF não reduziu a oferta de emprego do país. Acreditamos que isso ocorreu devido à diferença entre o valor do benefício e o salário mínimo. É provável que com esse valor elevado e a percepção de que o programa será permanente, algumas famílias reduzam ainda mais a oferta de trabalho.

CENÁRIO LOCAL

A queda da taxa de participação é um fenômeno global no pós-pandemia. Existem várias hipóteses que podem explicar esse fenômeno: aposentadoria precoce, medo da doença e, principalmente, o excesso de poupança. O aumento do patrimônio das famílias contribuiu, temporariamente, para a queda da taxa de participação. Acreditamos que com a redução natural que ocorrerá dessa renda extra acumulada é provável que a participação volte a subir. Porém, no Brasil, em nossa avaliação, o fator Bolsa Família prevalecerá e a taxa de participação estrutural da economia brasileira será mais baixa, implicando em uma dinâmica mais perversa para o mercado de trabalho e consequentemente mais inflacionária nos próximos anos.

Brasil – Novo arcabouço fiscal

Em abril, o governo enviará a nova regra fiscal para substituir o teto de gastos. A apresentação preliminar do Ministro da Fazenda sinalizou que os gastos crescerão entre 50% e 70% do aumento real das receitas com limite inferior de 0,6% e superior de 2,5%. Esse arcabouço, se cumprido, deverá manter as despesas como percentual do PIB próxima ao patamar atual até 2026. Em relação às expectativas, o mercado tinha a preocupação de que o governo não fosse controlar as despesas o que levaria a uma trajetória insustentável da dívida pública. Por ora, esses riscos foram minimizados, mas os desafios permanecem tanto pelo lado das despesas quanto das receitas.

Pelo lado das despesas, recentemente o governo sinalizou a possibilidade dos gastos mínimos constitucionais voltarem a ser indexados pela receita². Essa mudança significaria um aumento nas despesas ao redor de R\$ 30 bilhões em relação ao previsto no orçamento. Atrair gastos à receita pode gerar uma superindexação, já que a receita, em geral, cresce em linha com o PIB. Os gastos com saúde e educação do governo federal respondem por cerca de 10% das despesas totais. A Previdência³ corresponde a aproximadamente 50% dos gastos totais e deverá crescer ao redor do PIB nos próximos anos. Com isso, teríamos quase 60% das despesas crescendo próximo ao Produto/Receita, comprimindo ainda mais o restante das despesas e dificultando o cumprimento da restrição dos 50% a 70% da receita para as despesas totais. Nesse cenário, mesmo a regra proposta mais flexível, não seria fácil de ser cumprida no médio prazo.

Quanto às receitas, simulamos a trajetória de dívida/PIB sob as seguintes hipóteses:

- i) a despesa se expandirá 70% do crescimento da receita nos próximos anos, levando assim os gastos para ao redor de 18% do PIB;
- ii) Juro real neutro de 4%, conforme utilizado pelo BC;
- iii) Crescimento médio do PIB de 2%;
- iv) Ponto de partida da receita líquida de 18,5% do PIB, sendo 17,5% de receita recorrente e 1% de receitas extraordinárias;
- v) 50% do ganho potencial de arrecadação com o aumento da produção de petróleo e derivados, conforme estimado na carta do segundo trimestre de 2022, o que levaria a receita para 19% do PIB ao longo do tempo.

Com essas premissas, seria necessário um aumento adicional de carga de 1% do PIB (fazendo a receita líquida convergir para 20% do PIB) para que a dívida estabilize, depois de 15 anos, ao redor de 85% do PIB.

2 - 15% da Receita Corrente Líquida para saúde e 18% da Receita Líquida de Impostos para educação.
3 - Previdência Urbana, Rural e BPC.

CENÁRIO LOCAL

Brasil – Meta de inflação

Outro assunto que ganhou força nos últimos meses foi a possibilidade da elevação da meta de inflação. A preferência de Lula em perseguir uma meta mais elevada, a fragilidade fiscal e a sinalização do governo em expandir os gastos (aumento do salário mínimo, reajuste do funcionalismo público, dentre outros), têm levado os agentes econômicos a esperarem uma inflação mais alta à frente.

Dessa forma, as expectativas de inflação da pesquisa Focus se moveram para 4,00%, acima da meta estabelecida de 3,00%. É como se o mercado já assimilasse uma mudança à frente, “ancorando” suas expectativas na nova meta. Sendo assim, esperamos que o CMN na sua reunião de junho altere as metas de inflação dos próximos anos para 4,00%, com aumento dos intervalos de tolerância para +/- 2,00 p.p. (atualmente em 1,50 p.p.) e provável mudança do horizonte relevante para 18-24 meses, ao invés de ano-calendário. Com esse pano de fundo, a questão que permanece é onde as expectativas de inflação irão se estabilizar? Na nossa visão, as projeções do Focus ficarão acima da nova meta, porém, com um desvio menor do que o atual (1,0 p.p.). De acordo com as nossas simulações, um desvio abaixo de 0,80 p.p. permitiria uma Selic menor do que a contida atualmente no Focus. Diante desse cenário, uma desaceleração mais intensa da atividade econômica e uma desinflação mais evidente, o Banco Central terá condições de iniciar o ciclo de afrouxamento monetário no terceiro trimestre.

INTERNACIONAL | TEMAS DE INVESTIMENTO

Os temas *peak rates* e *peak dólar* seguem como predominantes no nosso portfólio, mas os fundamentos que norteiam as decisões de investimentos sofreram alterações importantes. Começamos a perseguir esses temas no início do quarto trimestre de 2022, e naquela ocasião o cenário base prospectivo era o *soft landing* da economia americana e *reopening* chinês. Sendo assim, implementamos estratégias de *risk on* focadas em *steepening* de curva e venda de dólar contra moedas cíclicas. No início desse ano, com os dados mais fortes da economia americana e a possibilidade de nova aceleração do passo de altas pelo FED, reduzimos significativamente as posições mesmo não consentindo com o cenário de *no landing* discutido pelo mercado.

A crise financeira nos EUA e o evento do Credit Suisse na Europa foram os catalizadores para retomarmos as nossas teses. Contudo, com o aumento da probabilidade de *hard landing* da economia americana posicionamos o nosso portfólio para o *risk off* com *steepening* de curva e venda de dólar contra as *majors* (JPY e EUR).

Seguem os principais temas que temos explorado no portfólio global:

Ambiente Global – Crise financeira e recessão

A falência de bancos regionais americanos e o evento com uma das maiores instituições financeiras da Europa, reacendeu nos investidores internacionais memórias da crise de 2008, incitando um aumento significativo na percepção de risco sistêmico.

A contundente e rápida atuação do FED provendo liquidez abundante aos bancos deve amortecer o impacto da crise financeira, mas dificilmente será suficiente para evitar uma desaceleração mais forte da economia.

Nesse contexto, mantemos nossa preferência por renda fixa *versus* bolsa, com posições aplicadas ou de inclinação de curva nos países onde o ciclo de aumento de juros nos parece bastante avançado e/ou a dinâmica econômica já apresenta desaceleração importante.

Desta forma, seguimos operando taticamente vendidos na bolsa americana, e com posições de *steepening* de curva nos Estados Unidos e Canadá, sendo que neste último também temos posição aplicada na parte curta da curva.

Nos países Emergentes, estamos com posições de inclinação no México, tomadas no Chile e aplicadas na África do Sul.

USD Global

O surgimento do fator risco financeiro como nova variável na função-reação do FED ao choque inflacionário em curso, derrubou significativamente a curva de juros nos Estados Unidos, reduzindo a atratividade da moeda americana que, na nossa visão, ainda se mantém sobrevalorizada em termos reais.

Desta forma, considerando o contexto de desaceleração global e que a crise bancária segue localizada na América, temos preferência por expressar nossa visão pessimista do dólar *versus* o Euro e o Yen.

INTERNACIONAL | TEMAS DE INVESTIMENTO

Nova Ordem Geopolítica – Suíça e sua moeda

Depois de congelar as reservas russas e alarmar investidores oriundos de autocracias eurásianas, a Suíça surpreende alocadores de recursos das principais democracias ocidentais pela complexa condução da fusão do Credit Suisse com o UBS, colocando em risco a atratividade de sua moeda.

Adicionalmente, o aperto monetário do ECB aumenta a atratividade dos títulos alemães, retornando o diferencial com os títulos suíços para patamar pré-crise de 2008, em favor da moeda única europeia.

Desta forma, estamos comprados no euro contra o franco suíço.

China – Reabertura/Recuperação Cíclica

A performance aquém do que esperávamos dos ativos relacionados ao tema de reabertura da economia chinesa neste início de ano, mesmo diante da evidente melhora de todos os indicadores econômicos, nos fez reduzir o tamanho de nossa posição comprada nas ações chinesas e zerar nossa posição comprada em petróleo.

Hoje temos posições menores em bolsa e estamos vendidos no CNH.

BRASIL | TEMAS DE INVESTIMENTO

Acreditamos que os atuais níveis de preços dos ativos brasileiros já embutem prêmio suficiente para o tamanho do desafio fiscal que temos. O tão aguardado anúncio das linhas gerais do novo arcabouço fiscal aconteceu, e os mercados reagiram relativamente bem. Nossa leitura é de que a sinalização de limites às despesas retirou do cenário caudas à esquerda de descontrole maior dos gastos. Foi uma vitória importante da equipe econômica diante da ala política do governo e do próprio PT.

O arcabouço veio em linha com o que imaginávamos para esse novo governo - equilíbrio fiscal baseado em mais imposto e um padrão de gasto mais alto. Esse equilíbrio, além de dependente da boa vontade do Congresso em aumentar receitas (diminuição de renúncias e/ou aumento de carga), não deve inflexionar a trajetória de dívida/PIB no curto prazo. Porém, sob hipóteses razoáveis de juro real de equilíbrio, PIB potencial e aumento de receitas, é provável que a dívida se estabilize ao redor de 85% do PIB no médio prazo.

Em relação às expectativas e ao implícito no preço dos ativos, o novo arcabouço foi positivo. Mesmo faltando detalhes cruciais do lado da receita, institui-se limites às despesas, que devem ficar relativamente estáveis como proporção do PIB até 2026. Isso parece ter prevalecido no curto prazo, dado o consenso e posicionamento excessivamente pessimistas. Ao longo do mandato, o cumprimento das metas de superávit primário será fundamental.

Trajatórias de dívida/PIB relativamente estáveis (mesmo que em níveis altos) e não explosivas parecem suficientes para não haver um de-rating adicional no preço dos ativos. No momento, o que mais nos preocupa na construção do portfólio Brasil são as ameaças ao arcabouço monetário. Combinar heterodoxia monetária a regras fiscais mais flexíveis seria disruptivo para preços de ativos. Atribuímos baixa probabilidade para cenários de experimentos mais extremos com a política monetária. O mais provável é que gradualmente a composição do COPOM se altere, combinando perfis mais desenvolvimentistas.

BRL

Mantivemos ao longo do primeiro trimestre posições compradas em USDBRL para compor o portfólio com posições aplicadas em taxa de juros.

Nos preços atuais, não gostamos de posições compradas em USDBRL. O câmbio real efetivo muito depreciado e o posicionamento de estrangeiros já muito comprado em USDBRL na BMF são entraves para posições compradas.

Tirando os cenários de cauda, de mudança brusca no arcabouço monetário, achamos improvável o BRL se depreciar muito mais em termos relativos.

Juros Brasil

Mantivemos posições aplicadas em taxas pré fixadas na parte curta e intermediária da curva ao longo do primeiro trimestre. Dado o exposto na parte sobre o cenário Macro, seguimos com essas posições. Apesar do risco de maior contágio financeiro do evento Lojas Americanas parecer muito baixo, certamente será um vetor adicional de aperto das condições financeiras com impactos relevantes sobre atividade e inflação.

Caso o nosso cenário de elevação da meta de inflação se concretize e o desvio das expectativas em relação a nova meta fique abaixo de 0,80 p.p. haverá ainda mais espaço para a flexibilização da política monetária.

BRASIL | TEMAS DE INVESTIMENTO

Bolsa

Mantivemos posição líquida vendida em Bolsa ao longo do último trimestre, por entender que a conjuntura de juros muito alto e a continuidade dos resgates da indústria de fundos dedicados exerceriam pressão vendedora para a classe de ativos.

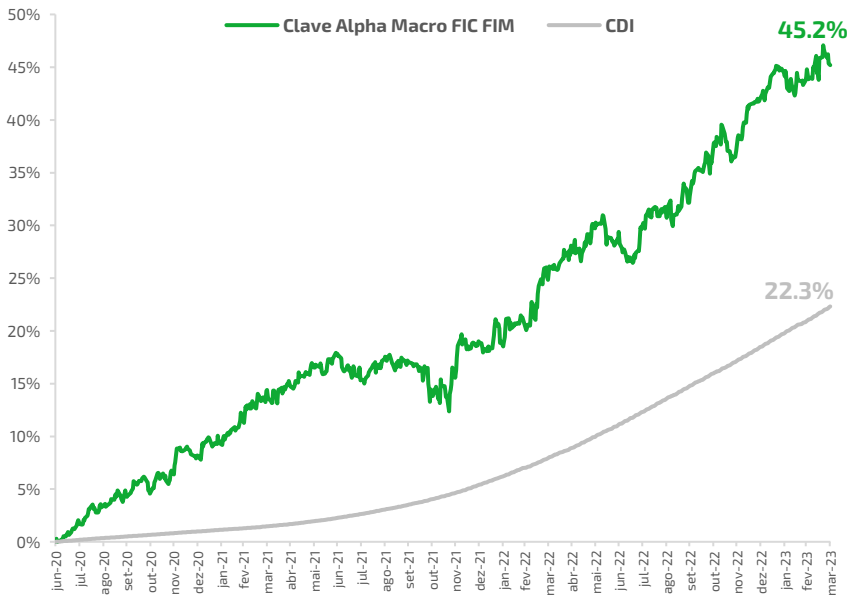
Recentemente, em função de *valuation* muito descontado, zeramos as posições vendidas e estamos gradativamente comprando uma carteira de ações concentrada em empresas de qualidade dos setores de *commodities*, *financials* e ligadas ao setor doméstico.

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 31/03/2023.

INDICADORES¹

RENTABILIDADE DESDE O INÍCIO (FUNDO)	45.19%
RENTABILIDADE DESDE O INÍCIO (CDI)	22.32%
RENTABILIDADE EM 12 MESES (FUNDO)	15.73%
RENTABILIDADE EM 12 MESES (CDI)	13.28%
VOLATILIDADE ANUALIZADA	6.62%
SHARPE	1.04
NÚMERO DE MESES POSITIVOS	26
NÚMERO DE MESES NEGATIVOS	7
MAIOR RENTABILIDADE MENSAL	3.76%
MENOR RENTABILIDADE MENSAL	-2.25%
PATRIMÔNIO LÍQUIDO ATUAL (R\$MI)	288.1
PATRIMÔNIO MÉDIO EM 12 MESES (R\$MI)	283.1
PATRIMÔNIO LÍQUIDO DA ESTRATÉGIA (R\$MI)	5,131.0

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%	2.09%	1.71%	-0.67%	0.19%	0.84%	1.59%	3.76%	-0.17%	3.22%	19.43%	12.37%	41.99%	18.47%
2023	1.50%	-0.04%	0.77%										2.25%	3.25%	45.19%	22.32%

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 31/03/2023.

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 seguirá 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. Recomenda-se 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 Itaú \(0800 570 0011\)](http://www.intrag.com.br/intrag-pt/pesquisa/Ouvidoria%20Corporativa%20Ita%C3%BA), 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 | CEP: 01451-000

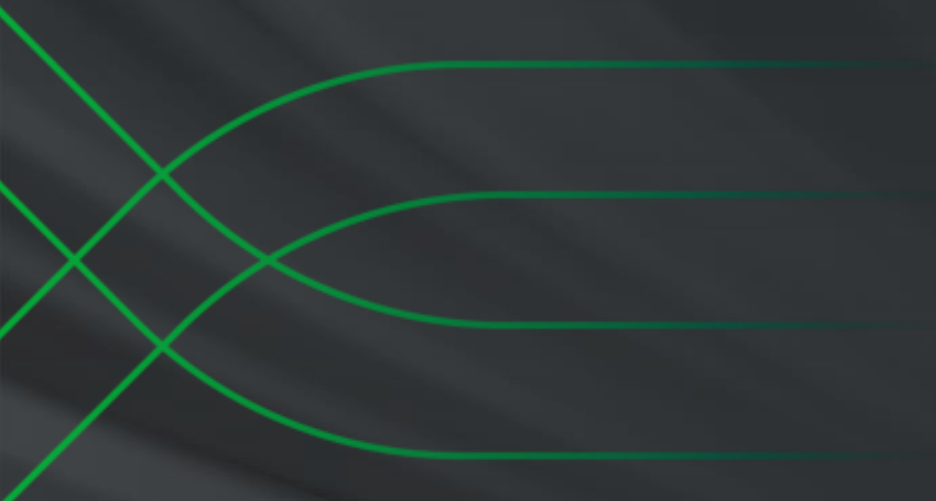
Tel: 55 11 3181-2312

/clave.capital

Rio de Janeiro: Av. Afrânio de Melo Franco 290 | Leblon Executive Tower | CEP: 22430-060

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: 22430-060



Tel: 55 11 3181-2312



www.clavecapital.com.br



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



Clave Capital