



Cenário Macroeconômico

Julho 2023

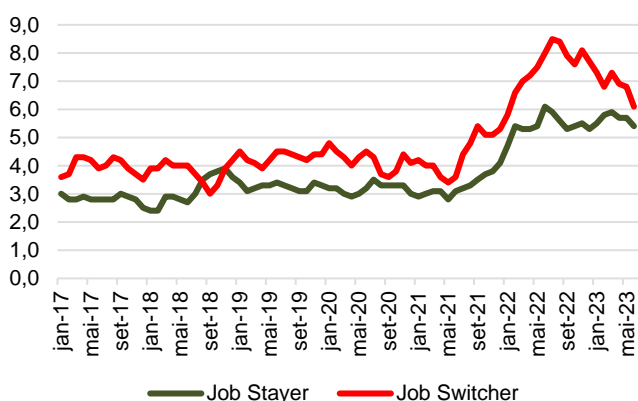
Estados Unidos

O mês de julho trouxe dados benignos de inflação com surpresas nos “supercoros” de inflação de serviços ex-habitação e de bens ex-transportes, além de confirmar a tendência desinflacionária de aluguéis. Com isso criou-se uma perspectiva de que a convergência de inflação está sendo conquistada de forma robusta. Nesse sentido, embora o FED tenha dado um aumento esperado na taxa de juros, de 25bps, há a expectativa que na próxima reunião, em setembro possa haver uma pausa, ou mesmo o fim do ciclo de aumentos de juros, se os próximos dois números de inflação confirmarem a tendência benigna.

Nesse sentido, no mercado de trabalho, embora ainda aquecido, também se observa sinais de desaceleração de inflação de salários, especialmente no de “job switchers”, que é o componente mais cíclico de salários do mercado de trabalho. Em geral, em períodos de aperto no mercado de trabalho, os “job-switchers” acabam pressionando a composição da média de salários globais em um efeito de composição de crescimento. O fato desse componente estar desacelerando traz uma perspectiva de que o mercado de trabalho já apresenta os sinais iniciais de alívio necessários para a convergência futura da inflação dos setores de serviços, mais intensivos em mão-de-obra.

Os dados de PIB do segundo trimestre, por outro lado, apresentaram um crescimento acima do esperado, puxado especialmente por consumo de serviços, que ainda convergem para a sua tendência pré-pandemia, e por investimentos, especialmente do setor de transportes. Porém os indicadores de crédito continuam apresentando um aperto considerável, com aumento da inadimplência das famílias, e queda substancial do crédito não-rotativo, o mais sensível à política monetária. Tal condição foi comprovada pelo “Senior Loan Officer Opinion Survey” em que os bancos indicaram que os padrões de empréstimo para as empresas ficaram ainda mais apertados. Diante desse quadro será improvável que o investimento apresentado no segundo trimestre seja mantido nos próximos, de forma que a desaceleração da economia é provável.

Inflação de Salários (WGT, MM3M, % anualizado)



China

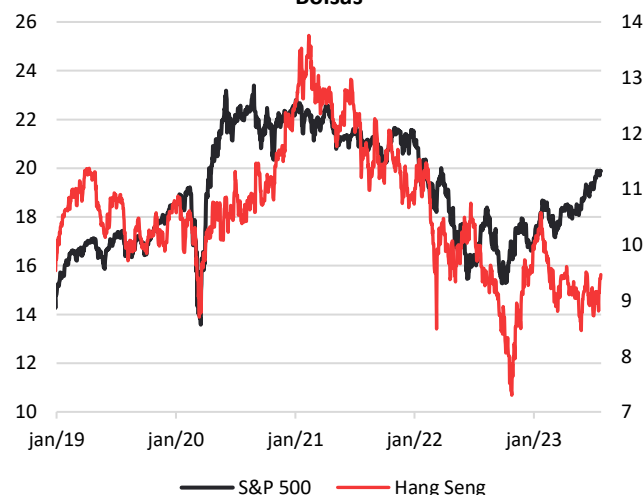
Em julho, tivemos o fechamento do primeiro semestre de dados econômicos, mostrando que a economia patinou significativamente no período.

O segundo trimestre foi marcado por notável desaceleração em quase todos os setores da economia. Mesmo consumo e serviços, até então as partes boas da recuperação, mostram perda de fôlego. Na nossa avaliação, o setor de construção segue sendo o principal detratador de crescimento. Os efeitos de segunda ordem da sua desaceleração sobre emprego, renda, confiança privada e capacidade de investimento dos governos locais se mostrou muito mais presente no segundo trimestre de 2023. Seguimos com a mesma avaliação de que estamos no pior momento de atividade do país e que uma recuperação cíclica deve acontecer daqui para frente. Sua sustentabilidade, entretanto, depende das ações do governo para recuperar a confiança dos agentes privados.

Nesse sentido, em julho tivemos a esperada reunião do Politburo, que confirmou a preocupação do mais alto escalão do governo com a recuperação econômica. A sinalização do governo foi bem recebida pelos mercados, na nossa visão, por: (i) retirar do texto o mantra “Housing is for living, not speculation” e adicionar que é necessário “adaptação às mudanças na oferta e demanda por casas” e “ajustar políticas do setor de maneira gradual” e (ii) mencionar a necessidade de “implementação de uma solução para os problemas de endividamento dos governos locais”. Acreditamos que esses dois problemas impedem atualmente o governo central de realizar um pacote fiscal mais robusto, além dos efeitos de segunda ordem sobre a economia já citados.

Nesse cenário, mantivemos posições vendidas no yuan explorando o diferencial de juros com os EUA e a correção mais rápida do setor externo chinês. Além disso, adicionamos posições compradas em ações, pois acreditamos que a narrativa do governo frente ao setor privado mudou, o aperto regulatório sobre empresas de tecnologia e educação, por exemplo, parece ter ficado para trás e o Politburo citou explicitamente o desenvolvimento do mercado de capitais como uma das prioridades da recuperação. Além disso, os valuations são muitos atrativos e devem se beneficiar da possível recuperação cíclica no segundo semestre, além da possibilidade de estímulos mais relevantes.

Bolsas



Zona do Euro

Os dados de inflação de junho forneceram sinais ambíguos para a Zona do Euro.

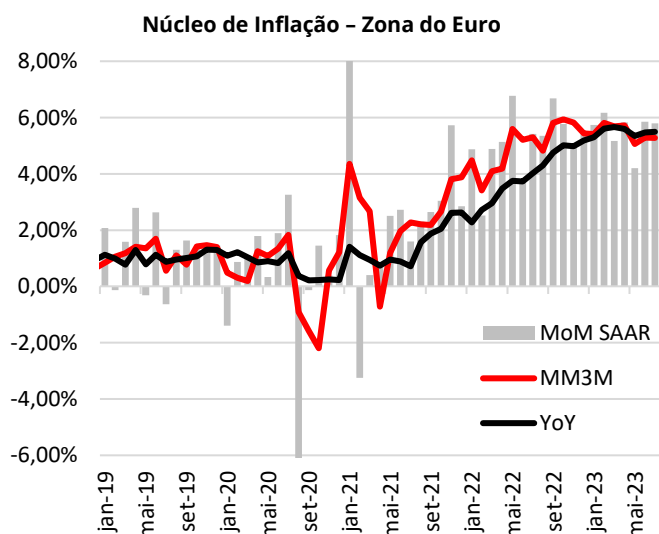
A variação mensal do núcleo de inflação, já considerando o ajuste sazonal, voltou a acelerar na ponta no mês de junho, mostrando resiliência e sem apontar sinais de pico. Apesar disso, outras medidas estatísticas, como o supercore do ECB e os núcleos de médias aparadas, apresentaram aberturas benignas e com trajetória de queda. Já o número preliminar de julho não apresentou sinais otimistas: (i) inflação de serviços segue aumentando ao mesmo tempo que o mercado de trabalho continua apertado (taxa de desemprego em 6,4%); (ii) core ex alimentação e energia ficou estável com variação year-over-year de 5,5%.

Além dos dados de inflação, o mês de julho foi marcado por um aumento de +25bps na taxa básica de depósitos. O ECB, tanto no comunicado quanto no press-conference, apresentou um tom mais dove que o esperado pelo mercado.

As mudanças realizadas no statement indicam que as próximas decisões serão completamente dependentes dos dados, como foi afirmado pela própria presidente Lagarde em entrevista. Lagarde também ressaltou os dados do último Bank Lending Survey, sinalizando que o aperto monetário está sendo refletido nos dados de crédito e demanda por empréstimos das firmas e famílias. O ECB, portanto, seguiu na mesma linha do Fed, com uma sequência de falas dove além de não fornecer um forward guidance explícito sobre sua política de juros.

Avaliamos que a incerteza em relação às próximas reuniões do ECB aumentou devido à mudança de postura da autoridade monetária. No entanto, a resiliência do núcleo de inflação e a trajetória pouco favorável nos preços de serviços pode pressionar o ECB para um hike adicional ainda esse ano. Outro ponto importante, ressaltado por Lagarde e outros membros do comitê, é que uma pausa do ciclo na próxima reunião de setembro não implica necessariamente no fim dos aumentos de juros.

Seguindo em linha com nosso cenário base, continuamos com posições tomadas em juros. A resiliência da inflação de serviços deve continuar pressionando o núcleo de inflação e isso pode demandar um hike adicional do ECB apesar do tom mais dove recente. Reconhecemos, no entanto, que os dados de atividade seguem como fator de risco para os cenários de inflação e juros. Os últimos dados de China seguem decepcionando e isso se reflete tanto na de produção industrial da Alemanha quanto na forte contração dos PMIs de manufacturing. Apesar da Zona do Euro ter registrado crescimento de 0,3% no segundo trimestre (levemente acima das expectativas de mercado), a Alemanha — principal economia da região — ficou estagnada, enquanto que a surpresa positiva no PIB da França veio pela contribuição do setor externo.



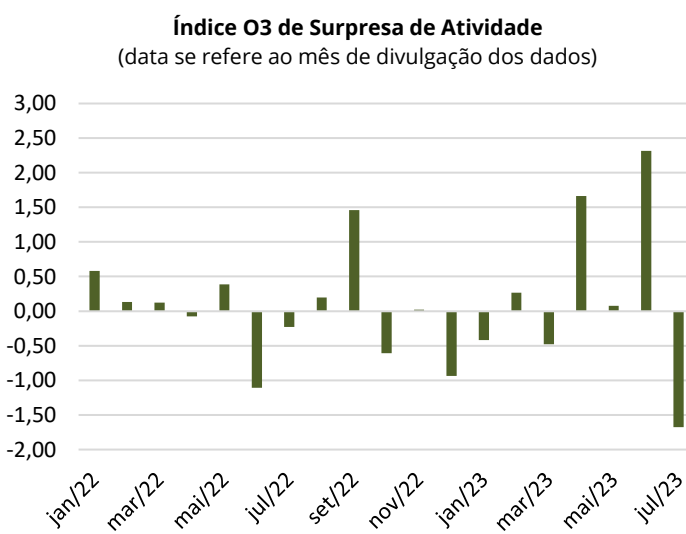
Brasil

Após um começo de ano repleto de surpresas positivas para atividade, que registrou um crescimento significativo no primeiro trimestre, os dados divulgados em julho (referentes à maio) apresentaram perspectivas piores, conforme fica claro no nosso índice de surpresa de atividade. O fator principal desse recuo foi ao fim do período de safra de soja, que teve um impacto muito relevante nos meses anteriores, a tal ponto que espera-se que a safra de soja seja responsável por cerca de 20% do crescimento do PIB do país nesse ano. Tal recuo foi explicitado em um crescimento negativo de 3% no mês segundo indicado pelo Monitor do PIB da FGV, deixando um carregue estatístico de -0,2% para o segundo trimestre.

Os dados de crédito também surpreenderam para baixo, indicando uma desaceleração significativa e além da prevista, especialmente no crédito às famílias. Por outro lado, o mercado de trabalho permanece aquecido, com a taxa de desemprego caindo abaixo de 8% na ponta, mas com aumento da informalidade. Embora o mercado de trabalho aquecido possa sustentar a demanda, o impulso negativo de crédito deve acabar por ter impacto na atividade no restante do ano, que deve apresentar uma desaceleração nítida.

A inflação segue mostrando uma trajetória benigna com redução da inflação nos núcleos, diante de choques nos preços de alimentos, combustíveis e bens industriais. Assim, a última milha no combate à inflação deve residir na resiliência da inflação de serviços, e na reancoragem das expectativas, que cederam menos do que se imaginava em vistas das surpresas inflacionárias e das medidas fiscais e da confirmação da meta de inflação.

No quadro político destaca-se o avanço da reforma tributária, com aprovação na Câmara. A medida claramente vai em uma direção apropriada, de redução das assimetrias intersetoriais de alíquotas de impostos, redução de judicialização, e redução do efeito cascata dos impostos. O segundo semestre será marcado pela discussão no Senado com resistência de Estados e Municípios, que perdem a capacidade de atrair indústrias com subsídios à produção. Um aspecto essencial para a eficácia da reforma será a extensão das excepcionalidades, uma vez que, a cada setor “abençoado” com alíquota menor, implica em uma alíquota final maior sobre os demais, o que pode acabar por inviabilizar a reforma.



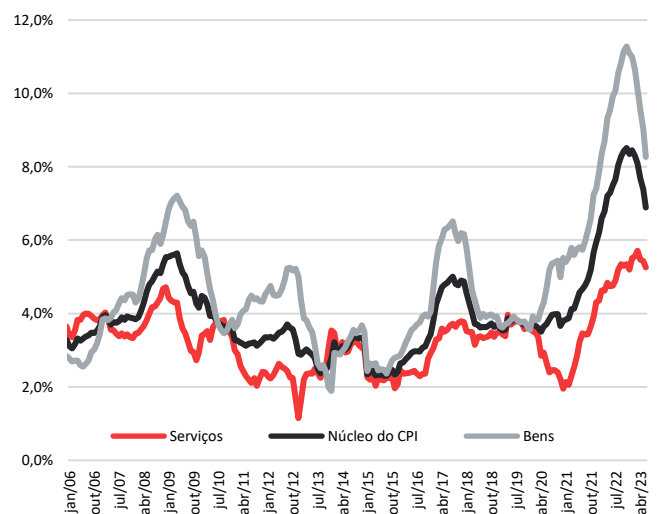
América Latina

No **México**, julho foi marcado pela resiliência de atividade. Dados de mercado de trabalho mostraram o desemprego no seu menor valor histórico, dados de setor externo confirmaram que impulso vindo dos EUA via exportações segue e os dados do PIB do segundo trimestre surpreenderam positivamente expectativas. A inflação da primeira metade de julho veio em linha com o esperado, mostrando um processo de desinflação em curso, mas com ritmo lento.

Acreditamos que o México está no primeiro estágio de desinflação, caracterizado pela convergência da inflação de bens e de itens como alimentação e combustíveis (Figura X). Julgamos que essa etapa do processo ainda tem mais para entregar. O segundo momento do processo, i.e núcleos de inflação e serviços, será mais lento, como acontece com praticamente todas as economias no atual ponto do ciclo.

México segue sendo o país com a menor precificação para o horizonte de um ano. As projeções do Banxico para o curto prazo seguem muito acima das do mercado e a taxa terminal do ciclo segue mais de 1% acima do patamar considerado neutro usando as próprias estimativas do banco central. Dessa maneira, seguimos com posições aplicadas em juros esperando uma taxa terminal mais baixa da precificada atualmente.

México – Inflação (YoY%)



Objetivo do fundo

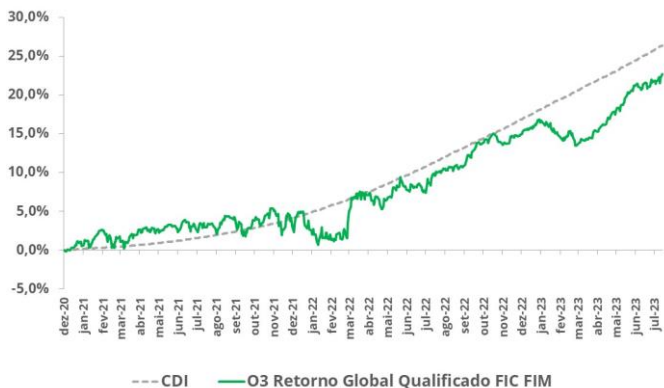
O fundo tem como objetivo obter ganhos de capital mediante operações nos mercados de juros, câmbio, ações, commodities, dívida, além de exposição ainda que indireta em ativos digitais, utilizando-se de instrumentos tanto nos mercados à vista quanto nos de derivativos. Poderá utilizar-se, entre outros, de mecanismos de hedge, operações de arbitragem e alavancagem. A exposição dependerá, entre outros fatores, da liquidez e volatilidade dos mercados em que estiver atuando.

Rentabilidade mensal

	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Desde o início*
O3 RET G	0,39%	-1,33%	-0,26%	1,60%	2,46%	1,99%	1,13%						6,06%	22,70%
2023														
% CDI	34%	-	-	174%	219%	185%	105%						79%	86%
CDI +	-0,74%	-2,25%	-1,44%	0,68%	1,34%	0,92%	0,05%						-1,58%	-3,65%
O3 RET G	-2,74%	0,07%	4,49%	0,30%	0,87%	0,26%	1,48%	0,46%	2,18%	1,94%	-0,11%	0,89%	10,40%	15,69%
2022														
% CDI	-	10%	486%	36%	84%	26%	143%	40%	204%	190%	-	79%	84%	90%
CDI +	-3,47%	-0,68%	3,57%	-0,54%	-0,16%	-0,75%	0,44%	-0,70%	1,11%	0,92%	-1,13%	-0,23%	-1,97%	-1,70%
O3 RET G	0,02%	0,75%	0,16%	1,18%	0,58%	0,58%	-	0,89%	-1,96%	1,53%	-0,65%	2,00%	4,47%	4,78%
2021														
% CDI	13%	558%	80%	569%	217%	189%	-	210%	-	318%	-	262%	102%	107%
CDI +	-0,13%	0,62%	-0,04%	0,97%	0,31%	0,27%	-	0,42%	-2,40%	1,05%	-1,24%	1,24%	0,07%	0,33%

* em 18/12/2020

Rentabilidade Fundo X CDI



Patrimônio em 31/07/2023

PL Atual - R\$	536.741.231,03
PL Médio (12 meses)	550.052.837,58

Estatísticas

Descrição	2023	Início*
Volatilidade anualizada	3,80%	5,41%
Melhor mês	2,46%	4,49%
Pior mês	-1,33%	-2,74%

* em 29/12/2020

Risco

*Segundo BTG Pactual Serviços financeiros S/A DTVM

Menor risco	1	2	3	4	5	Maior risco
-------------	---	---	---	---	---	-------------

O3 Retorno Global

Informações complementares

Gestor: O3 Gestão de Recursos LTDA
Administrador: BTG Pactual Serviços Financeiros S/A DTVM
Custodiante: Banco BTG Pactual S.A
Auditor: Ernst & Young
Risco: Lote 45
Categoria ANBIMA: Multimercado Macro
Tributação: Longo prazo

Público: Investidor Qualificado
Investimento inicial mínimo: R\$ 5.000
Movimentação mínima: R\$ 1.000
Aplicação: até às 14h30. **Cotização:** D+1
Resgate: até às 14h30. **Cotização:** D+30.
Pagamento: D+1
Taxa de Adm.: 1,95%a.a.
Taxa de Perf.: 20% sobre 100% do CDI

Atribuição de performance - Ano

	Mês	Ano	12M
Ações	1,14%	2,41%	2,32%
Commodities	-0,05%	-1,19%	-1,39%
Moedas	-0,16%	-0,52%	0,26%
Renda Fixa	-0,33%	-0,55%	-0,10%
Quantitativo	-0,18%	0,33%	0,83%
Caixa	0,84%	6,66%	12,01%
Custos	-0,12%	-1,09%	-2,08%
O3 Ret Global Qualificado	1,13%	6,06%	11,85%

Comentário do gestor

Destaques do mês

Em julho, ganhos ficaram concentrados em posições na bolsa chinesa, e no índice de Small Caps local, além da estratégia comprada na bolsa americana. Perdas resultaram de posições nos setores de consumo discricionário e industriais no Brasil. Em renda fixa, estratégia visando a queda de juros no Brasil e no México e visando subida de juros na Europa contribuíram negativamente no mês. Na parte de crédito, destaque positivo para a posição comprada no índice de High Yield americano. Em moedas, perdas vieram da estratégia vendida no yuan chinês. Por fim, na estratégia quantitativa, ganhos vieram da estratégia de arbitragem de juros local e tendência de commodities. Destaque negativo ficou para a estratégia de tendência de moedas e de juros internacionais.

Posicionamento atual

Em renda fixa, seguimos com posições esperando queda de juros no México, no Brasil e esperando alta na Europa. Em renda variável, continuamos com posições compradas no índice de Small Caps brasileiros e adicionamos posições compradas na bolsa chinesa. Na parte de crédito, seguimos com as posições compradas no índice de High Yield americano. Em relação às moedas, continuamos com posições vendidas no yuan chinês contra o dólar e nas commodities continuamos comprados em ouro.

Acompanhe nossas redes sociais:





Dialogue conosco!



www.o3capital.com.br



[@o3.capital](https://www.instagram.com/o3.capital)



[O3 Capital \(Asset Management\)](#)



contato@o3capital.com.br