




# **Cenário Macroeconômico**

*Maio 2023*



A economia global, após os choques de riscos financeiros que se apresentaram em março, com as quebras dos bancos SVB e Signature nos EUA, iniciou uma trajetória de normalização, com redução do temor de quebra financeira. Nesse ambiente, os Bancos Centrais passaram a concentrar-se mais no combate à inflação, levando os mercados a precificarem juros mais altos e por mais tempo do que o inicialmente projetado no mês.

A inflação permaneceu dando indícios de resiliência, assim como o mercado de trabalho, em diversas partes do mundo, apresentando menor risco de recessão, mas com convergência mais lenta da inflação às metas. O risco financeiro permanece no radar, mas políticas monetárias mais austeras passaram a ser plausíveis.

## **Estados Unidos**

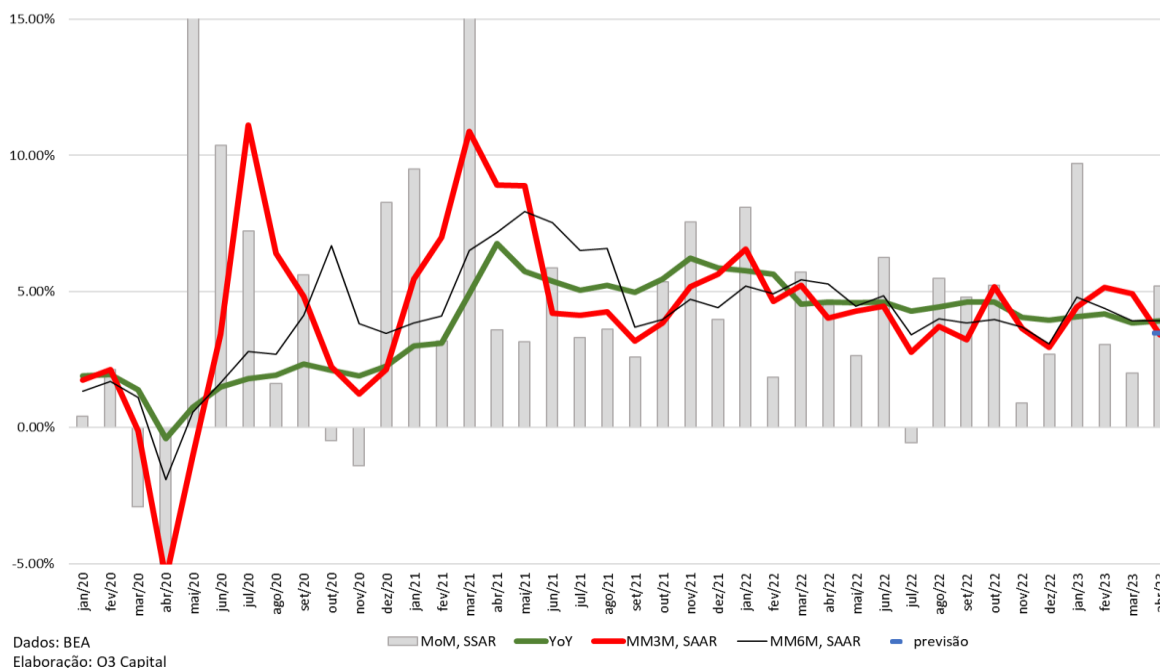
Durante o mês de maio a economia americana manteve a direção de normalização após a quebra dos bancos SVB e Signature em março. A ação imediata das autoridades (FED, FDIC e Tesouro), ao prover amplas garantias aos depósitos, contiveram o risco de liquidez que se apresentava, de forma que a percepção de risco financeiro diminuiu nos dois meses que se seguiram.

À medida que ainda há um monitoramento contínuo dos fatores atrelados a riscos financeiros ainda existentes, criou-se uma percepção que uma ruptura financeira é menos provável, e que o FED pode concentrar-se no combate à inflação. Nesse sentido, os membros do FED têm sinalizado que não indicarão um fim de ciclo de aumento de juros, pendendo entre duas alternativas: dar mais um aumento na próxima reunião, ou manter os juros, mas mantendo a perspectiva de novo aumento a seguir.

Tal posição faz sentido, não apenas porque a percepção de risco financeiro esteja sendo reduzida, como também por um comportamento claramente resiliente da inflação, em especial do núcleo de serviços ex-habitação, que apresenta uma medida menos volátil e mais sensível ao ciclo econômico que as demais aberturas.

Nesse sentido, o último número divulgado da inflação medida pelo PCE, indicou um índice bem maior do que o esperado nessa abertura, além de apresentar um comportamento resiliente com convergência muito lenta à meta, causando apreensão se o juro atual adotado pelo FED seja suficientemente restritivo.

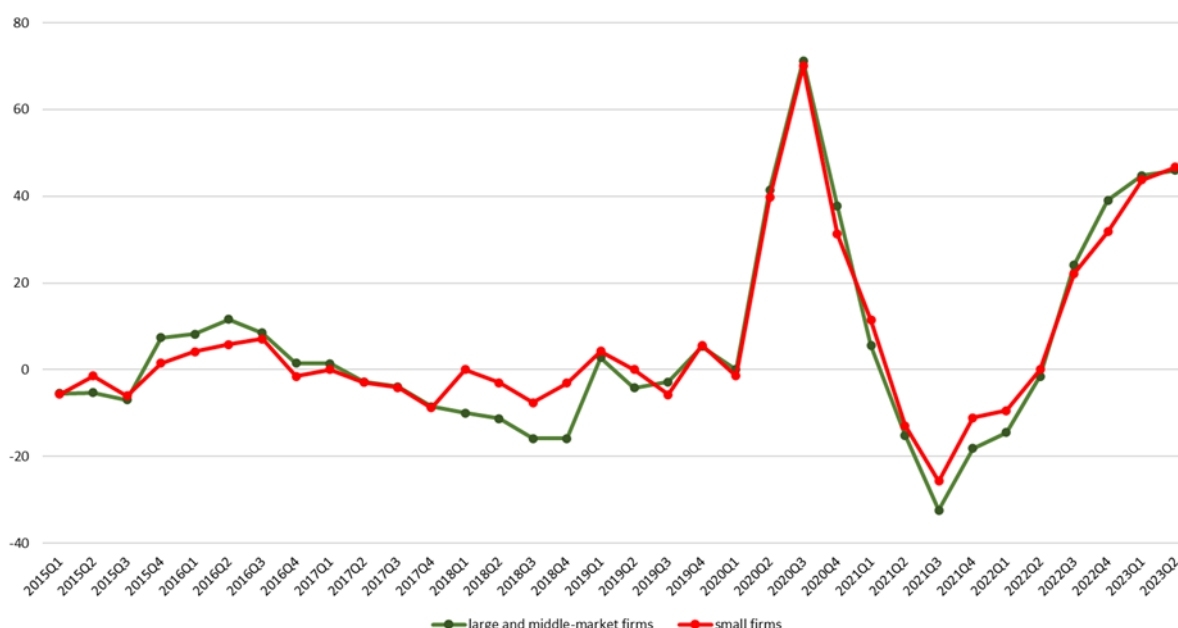
Medidas de Inflação - PCE, Core Services Ex-Shelter



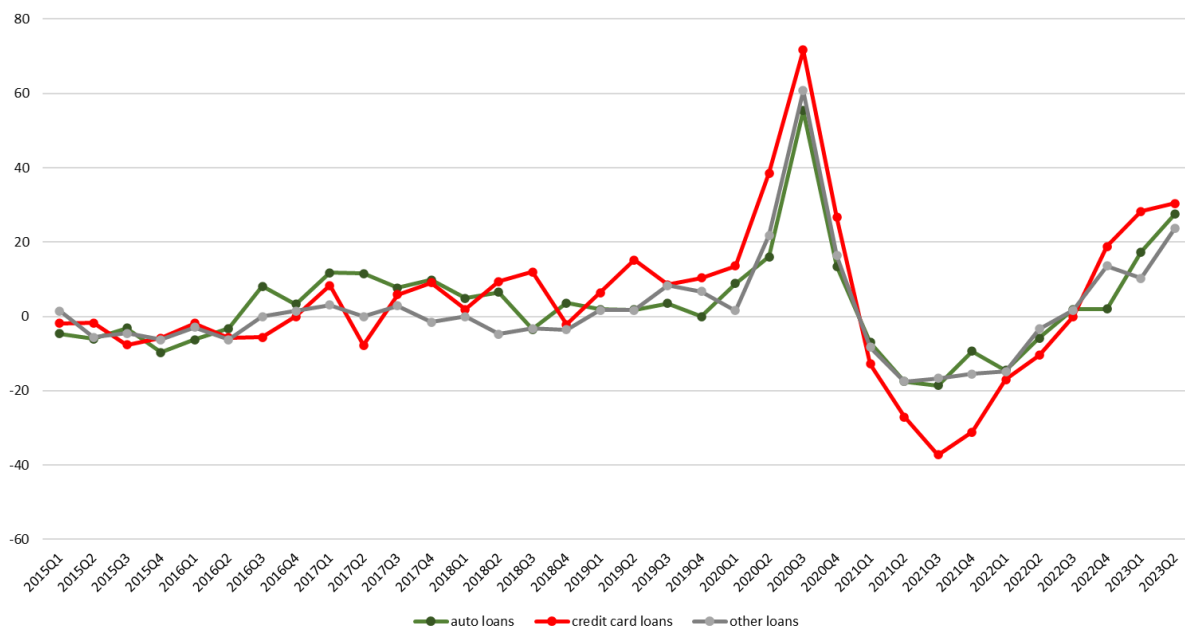
Um dos fatores para a inflação de serviços manter-se resistente é o mercado de trabalho extremamente apertado. Com uma taxa de desemprego historicamente baixa, e taxa de abertura de vagas de trabalho muito elevada, os salários tendem a manter um crescimento substancial, que acabam por rebater na inflação do setor de serviços, maior demandante do fator trabalho. O arrefecimento do mercado de trabalho está ocorrendo muito lentamente, e ainda não se observa qualquer redução convincente da inflação de salários, em consequência.

Ao mesmo tempo, a inflação de bens, onde esperava-se maior redução, diante da dissolução das quebras de cadeias globais, não foi capaz de liderar a desinflação, mostrando surpresas negativas nesse sentido. Logo, de uma forma geral, há pouca perspectiva de uma desinflação rápida e esperamos que essa convergência seja ainda bem lenta.

Net percentage of domestic banks **tightening standards** for C&I firms



Net percentage of domestic banks **tightening standards** for consumer loans




Com relação à atividade, o choque financeiro de março implicou em algum aperto de crédito adicional, segundo indicado pela pesquisa SLOOS (Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices), conduzida pelo Fed e divulgada no ultimo mês. Tal piora nos padrões de oferta de crédito tenderá a repercutir na atividade nos próximos trimestres, desacelerando a atividade.

Uma vez que o aperto reportado foi maior para as firmas, e não para o consumo, o efeito tende a ser limitado sobre a inflação, apesar de fragilizar a atividade. Assim, a expectativa para os próximos trimestres pode ser descrita como um ambiente com atividade desacelerando, mas com inflação caindo lentamente, e com um FED austero, ainda que cauteloso, tateando os caminhos para saber o quanto mais pode subir juros para combater o processo inflacionário.

## China

Em maio, observamos a recuperação econômica chinesa perder força, indicando possivelmente que a primeira fase de euforia em relação à reabertura pós COVID-Zero chegou ao fim. Os indicadores divulgados para abril mostraram fraquezas em quase todos os setores da economia, mesmo com efeito base favorável devido à comparação de 12 meses atrás, quando tivemos os lockdowns de Xangai.



O consumo e o setor de serviços seguem o ponto positivo da recuperação econômica até agora, mas, mesmo nesses setores, começamos a observar desaceleração dos dados na ponta. Avaliamos que ainda existe uma forte crise de confiança no setor privado e um hiato relevante em algumas parte do mercado de trabalho que estão impedindo uma recuperação mais pujante ainda do consumo. Esperamos que consumo melhore ainda mais no segundo semestre desse ano, com uma recuperação gradual do mercado de trabalho e da renda disponível.


Os pontos positivos, entretanto, param por aí. Abril mostrou fraquezas relevantes em quase todos os outros setores da economia. Produção industrial e investimento seguem decepcionando expectativas. O primeiro ainda sofre com a transição do consumo das famílias de bens para serviços e para uma demanda externa que mostra cada vez mais sinais de enfraquecimento. O segundo ainda sofre com o problema no setor imobiliário e vemos cada vez mais investimento no setor de infraestrutura e manufatura desacelerando enquanto novos estímulos não aparecem. O crédito, que teve um primeiro trimestre muito forte, mostrou também em abril os primeiros sinais de fraqueza, especialmente do lado das famílias, que seguem com altos níveis de depósitos bancários.

O setor externo segue corrigindo, com exportações para os principais parceiros comerciais chineses fora da Ásia caindo, e com importações indicando fraqueza de demanda interna, tanto de consumo, quanto de investimento. O setor imobiliário segue com níveis de vendas de novas casas próximas às de 2022, especialmente longe dos grandes centros (cidades Tier 1 e Tier 2), indicando pouca recuperação até aqui. O mercado de trabalho segue com uma recuperação parcial, com desemprego entre jovens atingindo maior valor da série histórica (20,4%). Por fim, dados de inflação mostram que a economia está mais próxima de uma espiral deflacionária por falta de demanda interna do que de uma aceleração de atividade.

Olhando para frente, os dados preliminares de maio não mostram recuperação em relação à abril. Os PMIs mostraram continuidade da falta de confiança, especialmente no setor industrial, com queda na demanda, tanto interna quanta externa. Os dados preliminares de balanças comerciais de outros países, alinhado ao componente externo do PMI, nos indicam que maio será também um mês sofrido para o setor externo chinês. Os dados de alta frequência do setor imobiliário também mostram que, em termos de vendas de casas, maio deve ser tão ruim quanto abril e que por hora, o setor imobiliário não mostra quase nenhuma melhora em relação aos dois últimos anos.

Toda rodada de dados ruins se soma às poucas sinalizações em relação a novos estímulos do governo. Maio foi marcado por episódios envolvendo a situação fiscal e o nível de endividamento das províncias. Na província de Kunming, por exemplo, alguns dos veículos de investimento dos governos locais (LGFVs) não realizaram pagamentos de juros de suas dívidas. Os governos de Guiyang, capital da província de Guizhou, e Hohhot, capital da Mongólia Interior, pediram publicamente por ajuda do governo central para a gestão de sua dívida. Por fim, regulador financeiro da província de Wuhan fez um pedido público para que 259 firmas em dívidas vigentes com governo repagassem seus passivos imediatamente.





Acreditamos que a reestruturação das dívidas dos governos locais seja um dos principais pontos para o segundo semestre do ano. Na nossa opinião, a situação dos governos locais e das LGFVs está impedindo o governo central de estimular a economia via política fiscal e até certo ponto, de promover algum afrouxamento de condições monetárias. E cada vez fica mais claro que a recuperação da economia não vai se sustentar sozinha, algum nível de estímulo é preciso. Dessa maneira, acreditamos que algum plano de ajuda deve ser apresentado nos próximos meses. Sem ele, e sem políticas direcionadas ao consumo e/ou setor imobiliário, e a recuperação econômica seguirá decepcionando.

Também avaliamos que estamos próximos ou no pior momento de atividade até agora. Segundo semestre do ano deve mostrar algum nível de recuperação, por (i) os fortes números de crédito do primeiro trimestre devem bater na economia mais para frente, especialmente no investimento, (ii) o excesso de poupança ainda é grande e deve ser gasto em algum momento, suportando consumo junto com a recuperação gradual do mercado de trabalho, (iii) confiança deve se recuperar aos poucos. Ainda esperamos crescimento entre 5,5% - 6% esse ano, porém obviamente com assimetria para números piores. Inflação deve seguir contida na nossa visão, e estímulos devem vir, apesar da resistência do governo central.

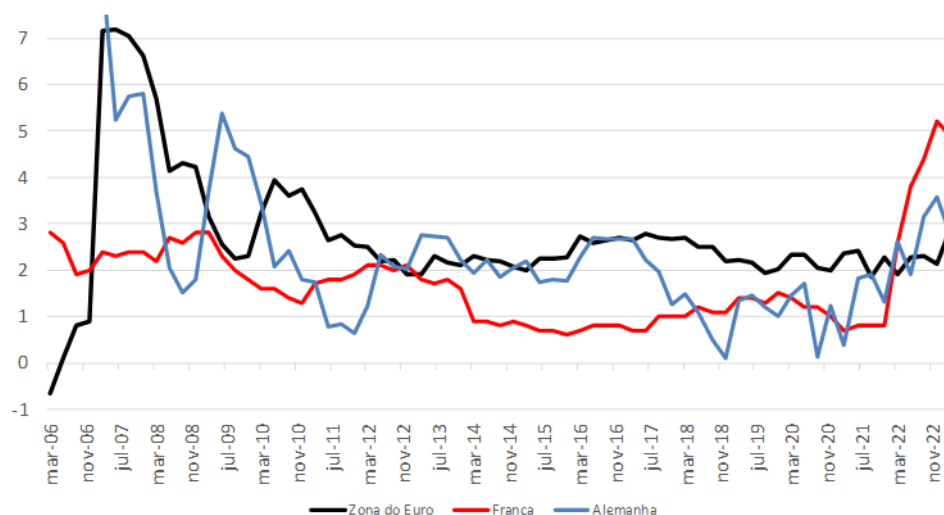
## **Zona do Euro**

O começo de maio foi marcado pela divulgação dos dados do Banking Lending Survey (BLS), pesquisa esta que demonstrou deteriorações significativas na demanda de empréstimos por parte das firmas. As aberturas dos dados, como foi divulgado pelo próprio relatório do ECB, também apontaram para a maior deterioração no nível de credit standards desde a crise da dívida pública (que ocorreu entre 2010 e 2014). Com os dados de crédito e as aberturas preliminares de inflação pouco animadoras - com o núcleo mostrando forte resiliência, o ECB decidiu aumentar suas três taxas básicas de juros em +25bps, seguindo bem em linha com as expectativas de mercado. Outro ponto de foco foi o tom levemente mais hawk no comunicado, ressaltando que a taxa de juros ainda deve atingir níveis mais restritivos, o que de certa forma apontou, mesmo que de maneira implícita, novos hikes para as próximas reuniões.

O cenário base para a política monetária continua baseado em dois aumentos adicionais de +25bps com uma taxa terminal de depósitos em 3.75%. No entanto aumentos adicionais ainda estão dentro do jogo, já que os dados de inflação, tanto os referentes ao mês de abril quanto às aberturas preliminares de maio, continuaram mostrando forte persistência nas medidas de núcleo e nas medidas agregadas de serviços e goods. A inflação de serviços se apresentou como destaque nas últimas semanas para a autoridade monetária dado que os preços de energia e alimentação continuaram a trajetória de normalização e acabaram puxando o headline para baixo. O próprio vice-presidente do ECB, Luis de Guindos, afirmou em seus discursos recentes que a grande preocupação se encontra na resiliência no setor de serviços.

Outros indicadores adicionais continuaram refletindo a preocupação do ECB. Por exemplo, os PMIs do mês de maio indicam um aumento no gap entre os setores de serviços e manufaturados, com o primeiro ainda em região de expansão e aceleração mais forte. Somado a esse fato, as negociações salariais na Zona do Euro continuaram a crescer no primeiro trimestre de 2023, o que, em tese, gera ainda mais pressões sobre a inflação de serviços.

#### Negociações Salariais - Taxa de crescimento anual



Seguindo nessa linha de inflação ainda persistente, alguns membros mais hawks do comitê de política monetária, como Joachim Nagel e Martins Kazaks, afirmaram explicitamente em seus discursos que novos aumentos serão possíveis após a reunião de julho. No entanto, François Villeroy, membro mais de centro do ECB, continuou ressaltando que o ciclo de aperto monetário está bem perto do fim. Essa heterogeneidade recente nas declarações é o principal fator de incerteza sobre a taxa terminal de juros. Avaliamos que o ECB deverá continuar seu discurso, após a reunião de julho, de política “data-dependent” e postergando sinalizações para as outras reuniões. Caso os próximos dados de núcleo de inflação ainda não demonstrem trajetória significativa de queda, aumenta-se de maneira significativa a probabilidade de hikes futuros.

Já em termos de nível de atividade destaca-se o resultado de crescimento do PIB da Alemanha. O indicador registrou dois trimestres consecutivos de crescimento negativo, configurando cenário de recessão técnica. Além disso, as aberturas do PIB mostraram que grande parte da contribuição negativa para o crescimento vieram do consumo das famílias e do governo, enquanto que investimento e setor externo amenizaram o resultado negativo. Olhando para a Zona do Euro como um todo, o resultado preliminar de crescimento veio levemente abaixo do esperado - 0.1% contra 0.2% esperado, enquanto que os dados de venda no varejo seguem andando de lado. O cenário segue apontando, em geral, para uma atividade menos aquecida e desacelerando em alguns países específicos da região, o que não deve impactar de maneira significativa nas próximas decisões de política monetária.

## Reino Unido

O cenário de inflação do Reino Unido, considerando os países desenvolvidos, segue como um dos mais preocupantes, com variação mensal no núcleo - já considerando ajuste sazonal, em cerca de 1%. Acreditamos que a região segue como uma das mais atrasadas na trajetória de desinflação, e o último dado torna muito provável que mais de uma rodada de aumentos na taxa de juros, que atualmente se encontra em 4.5%, será necessária para convergir o nível de inflação para a meta.


Em termos de crescimento a região se assemelha ao resto da Europa. O crescimento do PIB ficou em 0.1% na estimativa preliminar - em linha com as expectativas de mercado, enquanto que o mercado de trabalho segue bem apertado, com taxa de desemprego em 3.9%, valor este que segue bem abaixo da média histórica. Em resumo, a economia segue andando a passos lentos e com inflação em patamares muito altos.

## Brasil

Os dados divulgados ao longo do mês foram muito positivos para a economia brasileira, tanto pelo lado da atividade, que manteve-se aquecida, com indicadores de mercado apertado, quanto pelo lado da inflação, com um número de IPCA-15 abaixo do esperado.

	1o trim 23		4o trim 22		12m	Carry-Over para 2023
	YoY	QoQ	YoY	QoQ		
<b>Agropecuária - total</b>	<b>18.8%</b>	<b>21.5%</b>	<b>-2.9%</b>	<b>-0.9%</b>	<b>4.7%</b>	<b>19.9%</b>
<b>Indústria - total</b>	<b>1.9%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>2.6%</b>	<b>-0.3%</b>	<b>2.4%</b>	<b>0.3%</b>
Indústrias extrativas	7.7%	2.3%	1.4%	2.2%	0.6%	4.8%
Indústrias de transformação	-0.9%	-0.6%	1.0%	-1.5%	0.6%	-1.5%
Eletricidade e gás, água, esgoto, atividades de gestão de resíduos	6.4%	1.8%	10.8%	1.8%	9.4%	4.0%
Construção	1.5%	-0.8%	3.2%	-0.6%	5.3%	-0.5%
<b>Serviços - total</b>	<b>2.9%</b>	<b>0.5%</b>	<b>3.4%</b>	<b>0.2%</b>	<b>3.8%</b>	<b>1.5%</b>
Comércio	1.6%	0.3%	2.0%	-0.8%	1.8%	0.3%
Transporte, armazenagem e correio	5.2%	1.2%	5.4%	0.3%	7.5%	2.5%
Informação e comunicação	6.8%	-1.4%	4.9%	1.0%	5.7%	1.9%
Atividades financeiras, de seguros e serviços relacionados	4.6%	1.2%	2.4%	1.2%	1.8%	3.1%
Atividades imobiliárias	2.7%	0.4%	3.3%	0.5%	2.8%	1.6%
Outras atividades de serviços	4.3%	-0.4%	8.3%	0.5%	9.0%	1.3%
Administração, saúde e educação públicas e seguridade social	0.3%	0.5%	-0.3%	-0.3%	0.8%	0.5%
<b>Valor adicionado a preços básicos</b>	<b>4.1%</b>	<b>2.5%</b>	<b>1.8%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>3.4%</b>	<b>2.8%</b>
<b>PIB a preços de mercado</b>	<b>3.1%</b>	<b>2.0%</b>	<b>2.4%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>3.3%</b>	<b>2.4%</b>
Despesa de consumo das famílias	4.0%	0.2%	1.9%	0.5%	4.5%	1.4%
Despesa de consumo da administração pública	3.5%	0.3%	4.3%	0.3%	0.9%	1.0%
Formação bruta de capital fixo	1.1%	-3.4%	0.5%	-1.3%	2.7%	-2.4%
Exportação de bens e serviços	0.8%	-0.4%	3.4%	3.3%	5.2%	3.5%
Importação de bens e serviços (-)	7.0%	-7.0%	11.7%	-3.1%	4.1%	-5.7%





Os dados de PIB do 1º trimestre apresentaram um crescimento de 1,9% frente ao trimestre anterior, sendo fortemente conduzido pelo setor Agropecuário, diante de uma safra recorde de soja, que cresceu 21,5% no trimestre. Esse resultado forte do PIB vem em linha com uma sequência de dados positivos de atividade, em especial no mercado de trabalho, que apresenta a menor taxa de desemprego desde 2015.

Porém, há razões para acreditar que esse número não expressa um processo de crescimento robusto, uma vez que a taxa de investimento seguiu caindo fortemente no trimestre, o consumo cresceu timidamente, e o crescimento da indústria e dos serviços, não indicaram fôlego para manter a atividade pujante à medida que o choque positivo do agro se dissipar ao longo do ano.

Soma-se a isso o fato que os dados de concessões de crédito caíram fortemente no mês, com aumento das taxas de inadimplência e de spreads bancários, indicando condições financeiras apertadas que devem limitar o crescimento adiante.

O número do PIB foi muito bom, deixando um carregamento estatístico significativo para o ano, mas as expectativas à frente não são claramente favoráveis. A tendência será de desaceleração ao longo do ano.

## 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*
<b>O3 RET G</b>	<b>0,39%</b>	<b>-1,33%</b>	<b>-0,26%</b>	<b>1,60%</b>	<b>2,46%</b>								<b>2,84%</b>	<b>18,97%</b>
<b>2023</b>														
% CDI	34%	-	-	174%	219%								53%	80%
CDI +	-0,74%	-2,25%	1,44%	0,68%	1,34%								-2,53%	-4,71%
<b>O3 RET G</b>	<b>-2,74%</b>	<b>0,07%</b>	<b>4,49%</b>	<b>0,30%</b>	<b>0,87%</b>	<b>0,26%</b>	<b>1,48%</b>	<b>0,46%</b>	<b>2,18%</b>	<b>1,94%</b>	<b>-0,11%</b>	<b>0,89%</b>	<b>10,40%</b>	<b>15,69%</b>
<b>2022</b>														
% 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%
<b>O3 RET G</b>	<b>0,02%</b>	<b>0,75%</b>	<b>0,16%</b>	<b>1,18%</b>	<b>0,58%</b>	<b>0,58%</b>	<b>-0,63%</b>	<b>0,89%</b>	<b>-1,96%</b>	<b>1,53%</b>	<b>-0,65%</b>	<b>2,00%</b>	<b>4,47%</b>	<b>4,78%</b>
<b>2021</b>														
% 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%	-0,98%	0,42%	-2,40%	1,05%	-1,24%	1,24%	0,07%	0,33%

\* em 18/12/2020

## Rentabilidade Fundo X CDI



## Atribuição de performance - Ano

	Mês	Ano	12M
Ações	0,62%	-0,17%	1,00%
Commodities	-0,05%	-0,89%	-1,58%
Moedas	-0,03%	-0,46%	-0,05%
Renda Fixa	0,80%	-0,41%	0,21%
Quantitativo	0,21%	0,72%	0,86%
Volatilidade	0,00%	0,01%	-0,02%
Caixa	1,07%	4,84%	11,87%
Custos	-0,17%	-0,81%	-1,94%
<b>O3 Retorno Global Qualificado</b>	<b>2,46%</b>	<b>2,84%</b>	<b>10,35%</b>

## Patrimônio em 31/05/2023

PL Atual - R\$	520.531.487,91
PL Médio (12 meses)	554.224.218,37

## Estatísticas

Descrição	2023	Início*
Volatilidade anualizada	3,61%	5,48%
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					Maior risco				
1			2		3		4	5	

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

## Comentário do gestor

### Destaques do mês

Em maio, ganhos ficaram concentrados em posições na bolsa local, especialmente no índice de Small Caps e nos setores de consumo discricionário, financeiro e de healthcare. Perdas resultaram de posições no Nasdaq e na bolsa europeia. Em renda fixa, estratégia visando a queda de juros no Brasil e na China contribuíram positivamente no mês. Na parte de crédito, destaque negativo para a posição comprada no índice de High Yield americano. Em moedas, ganhos vieram da estratégia comprada em real e no peso chileno, com perdas na posição comprada no euro. Em commodities, as posições compradas em ouro contribuíram negativamente em maio, com ganhos nas posições compradas em petróleo. 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 na China e no Brasil e adicionamos posições esperando subida de juros na Europa contra queda nos EUA. Em renda variável, continuamos com posições compradas na bolsa americana e no Brasil. Na parte de crédito, seguimos com as posições compradas no índice de High Yield americano. Em relação às moedas, iniciamos posições vendidas no real, peso chileno e no yuan chinês contra o dólar. Com relação às commodities, seguimos com posições compradas em ouro e petróleo.



**Dialogue conosco!**



[www.o3capital.com.br](http://www.o3capital.com.br)



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



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



[contato@o3capital.com.br](mailto:contato@o3capital.com.br)