



Cenário Macroeconômico

Abril 2023

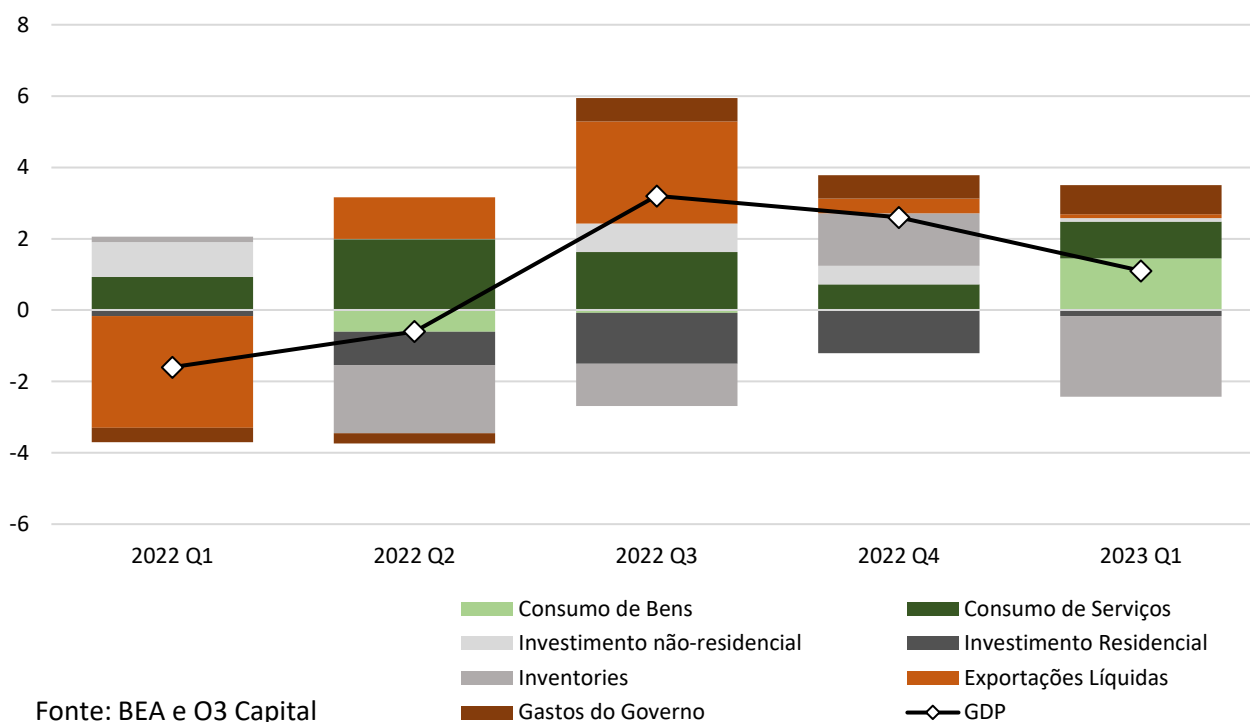
Após a disrupção causada pelas quebras do SVB e do Signature Bank, seguidas por estresse financeiro e de expectativas, o cenário global começou a acalmar passado mais de um mês. As ações de fornecimento de garantias aos depósitos pelo FDIC, Tesouro Norte-Americano e FED evitaram uma corrida bancária, contendo o risco de liquidez bancária que se apresentava. O impulso negativo de crédito foi menor do que se previa inicialmente, e o cenário passou a voltar a permitir um ambiente de aperto monetário maior à frente, para combater a inflação que mantêm-se resiliente.

Diante disso, nos EUA e Europa, as atenções foram se voltando lentamente para o combate à inflação, com perspectiva de juros mais elevados por mais tempo. A China confirmou dados fortes de atividade na retomada pós-lockdowns, e no Brasil as discussões em torno do arcabouço fiscal foram aprofundadas com a entrega do texto do projeto de lei proposto pelo Ministério da Fazenda, afetando as expectativas.

Estados Unidos

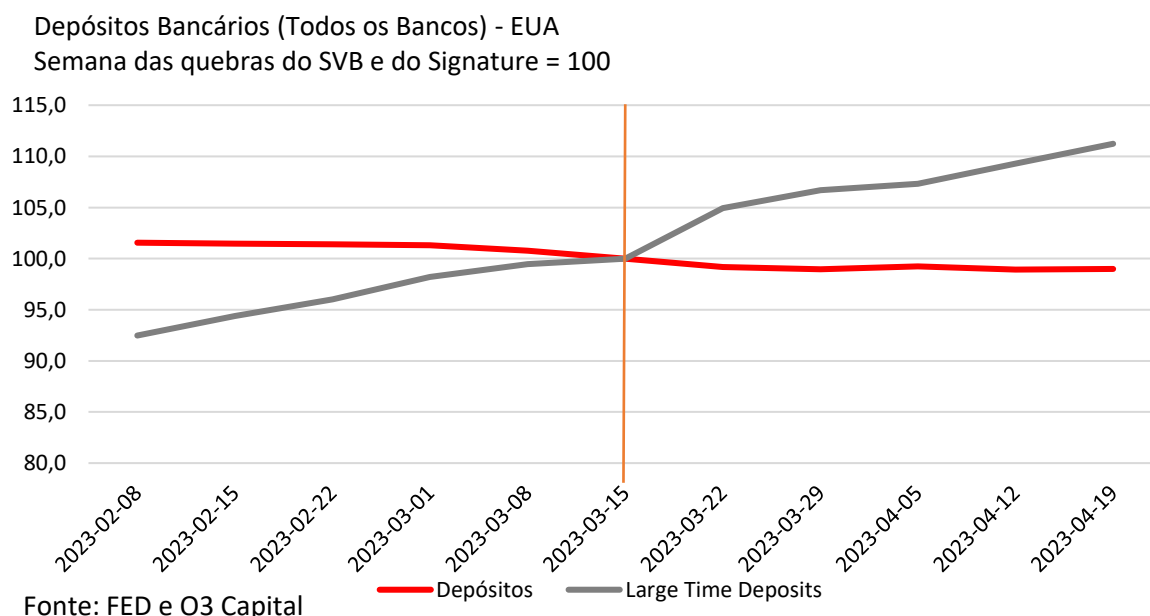
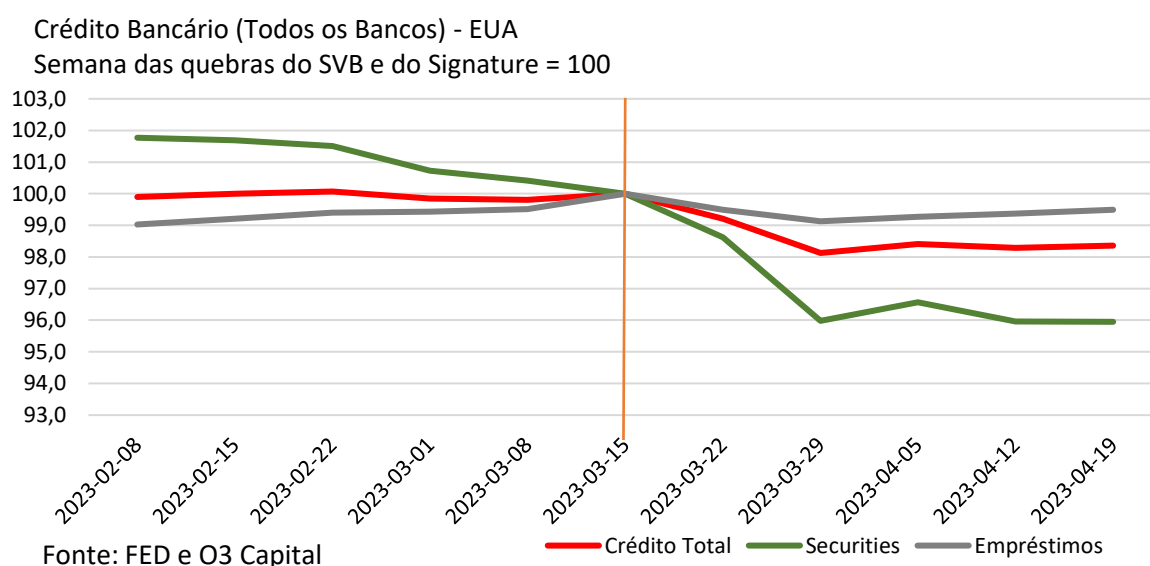
Os números do PIB do 1º trimestre para os EUA apresentaram um crescimento menor se comparado aos últimos dois trimestres, porém com um aumento significativo do consumo, especialmente de bens, indicando que a demanda continua aquecida nos EUA. Nesse mesmo sentido a inflação continua desacelerando lentamente, especialmente nos núcleos, bem como a inflação de salários. Esses resultados corroboram com a necessidade de uma política monetária austera para reequilibrar a economia e trazer a inflação à meta.


PIB - EUA, Contribuições



O grande dilema passa a ser a possibilidade de elevar os juros, ou ainda mantê-los em um patamar alto em um ambiente de risco bancário. À medida que os juros aumentam a fragilidade bancária e o risco de liquidez se tornam mais presentes, e qualquer choque pode ter uma repercussão muito maior na economia. Nesse ambiente, um choque transitório é amplificado, uma vez que as condições de crédito apertadas tendem a aprofundá-lo, aumentando a sua gravidade, o que faz com que seus efeitos sejam mais perenes. A economia como um todo fica mais debilitada.

O presidente do FED, Jeremy Powell, afirmou que esse dilema pode ser resolvido pela própria contração de crédito promovida pelas condições mais apertadas diante do aumento de riscos. Nesse cenário a redução de empréstimos seria um substituto aos aumentos de juros pelo FED, de forma que a elevação dos juros depende do impulso atual de crédito na economia.





O que se observou ao longo do mês foi que tanto o impulso negativo nos depósitos, que poderia levar à uma crise de liquidez nos bancos, quanto o impulso de contração de empréstimos, foram tímidos diante do receio inicial quando ocorreram as quebras dos bancos SVB e Signature.

De fato, houve uma redução maior de depósitos nos bancos pequenos que migraram para os bancos maiores, e percebe-se que houve um aumento da competição entre bancos por depósitos, ao se oferecerem taxas de juros mais vantajosas nos “large time deposits”. Porém esses efeitos parecem estar sob controle, especialmente após a ampliação das políticas de garantias aos depósitos implementadas pelas autoridades.


Também houve uma redução limitada de empréstimos à economia, seja às famílias ou às empresas. Os bancos reagiram ao aumento de risco reduzindo mais o crédito via securities e aumentando seus caixas, do que limitando a oferta de empréstimos.

Em outras palavras, tanto o risco quanto o impacto agregado no crédito foram contidos. A implicação imediata é da possibilidade, e mesmo da necessidade, de uma política monetária mais austera, com perspectiva de juros mais elevados até o final do ano, pelo menos.

China

Em abril, tivemos a divulgação do PIB do primeiro trimestre e a confirmação do bom momento da atividade nesse início de ano. O crescimento de 4,5% YoY e 2,2% no trimestre surpreendeu as expectativas do mercado, com o setor de serviços puxando a volta da atividade (contribuindo com aproximadamente 3 dos 4,5 pontos de PIB na comparação interanual), conforme era de se esperar. As vendas no varejo, que já acumulam crescimento de 5,8% em termos nominais só no primeiro trimestre do ano, também confirmaram que o consumo será mesmo o grande motor de crescimento neste ano. Mais importante de tudo é que o consumo tem andado mesmo sem as famílias estarem, em tese, gastando seu excesso de poupança. Na realidade, o primeiro trimestre desse ano registrou um aumento de depósitos bancários das famílias na casa de 9,9 trilhões de yuans, acima dos 7,8 trilhões do ano passado e mais da metade dos 17,8 trilhões acumulados durante todo o ano de 2022.

Os dados de crédito também foram novamente destaque esse mês, com a continuidade da expansão dos empréstimos para o setor privado do país, o que coloca viés positivo sobre nossas expectativas de crescimento do investimento esse ano, mas também apresentando pela primeira vez em um bom tempo uma recuperação relevante da demanda por empréstimos das famílias. O último destaque de março foi o setor externo, onde o saldo da balança comercial superou todas as expectativas e as exportações voltaram a apresentar crescimento positivo depois de 6 meses seguidos de queda.



Os dados setoriais de março, entretanto, também nos indicam que o período de euforia com a reabertura pode estar no caminho de normalização. Os dados de produção industrial continuam com crescimento limitado, mesmo com o setor externo forte no mês. O investimento total da economia, mesmo com a expansão recorde do crédito (que possui defasagens para chegar à economia real), caiu em março, com uma pequena expansão no setor imobiliário sendo mais do que compensada por quedas no setor manufatureiro e de infraestrutura. No setor imobiliário, mesmo com a relevante expansão nas vendas de casas, construção de novas casas e vendas de terrenos seguem indicando que a atividade de construção civil ainda dá poucos sinais de recuperação. Além disso, o aumento de vendas de casas tem sido puxado pelas cidades mais desenvolvidas do país (as chamadas cidades Tier 1), enquanto as regiões mais afastadas dos centros, onde o problema do setor imobiliário é muito maior, seguem com níveis de vendas próximos aos do ano passado.

Olhando para o mês de abril, os indicadores antecedentes que possuímos em mãos nos mostram que a expansão de atividade deve seguir em toada de suavização daqui para frente. Os PMIs para o mês enviaram uma mensagem importante: foi a primeira vez desde o fim do COVID-Zero (dezembro) que houve queda no indicador. Além disso, o PMI do setor industrial voltou à terreno contracionista. Os dados de mais alta frequência também indicam que vendas de casas e o setor externo terão crescimento menor em abril. Os dados de inflação de março, os indicadores de preços diários para abril (especialmente alimentos e commodities) e os componentes de preços dos PMIs também apontam para pressões inflacionárias bem tímidas no mês, assim como tem sido desde a reabertura da economia.

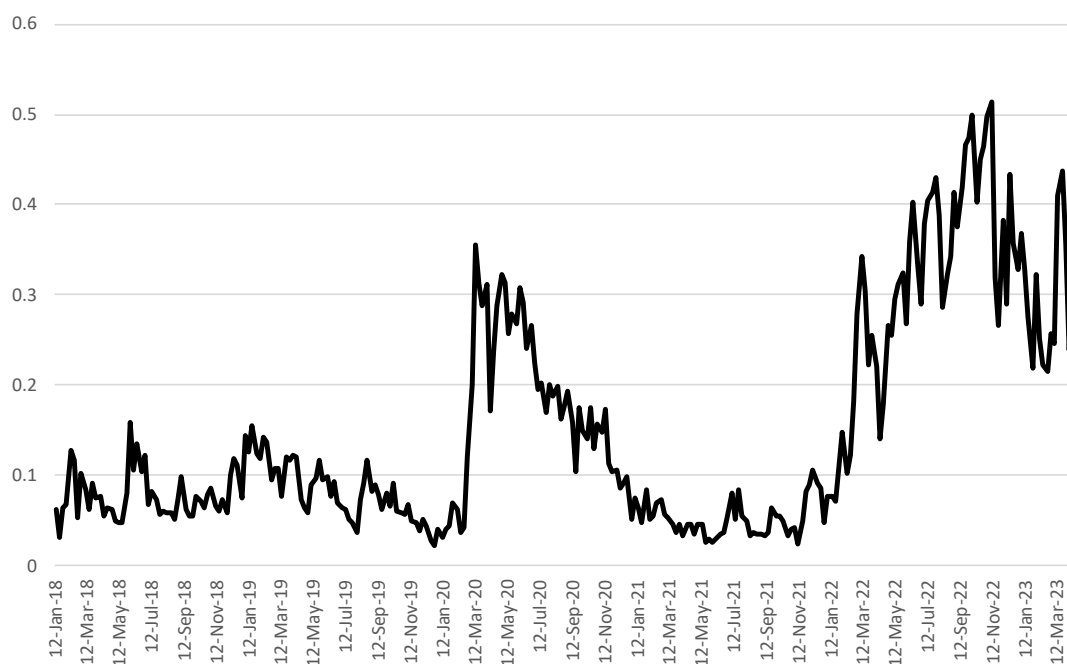
O alto escalão do governo, o chamado Politburo Standing Committee, também enxerga (ou busca passar essa impressão no discurso) que o país ainda possui desafios relevantes ao crescimento e que a recuperação ainda não está completa, mesmo com os números melhores de atividade. Na sua reunião de abril (a primeira das três do ano), o comitê reconheceu, apesar da melhora, que a recuperação da demanda interna ainda não é sólida, que a transformação econômica do país ainda enfrenta obstáculos e que ainda há a necessidade de se recuperar a confiança dos agentes privados para solidificar o crescimento, se comprometendo em manter políticas fiscal, monetária e regulatória acomodativas. Dessa maneira, na nossa visão, o Politburo esvaziou qualquer temor que poderia existir no mercado de retirada de estímulos e aperto das condições econômicas de forma prematura, como ocorreu em outros ciclos de recuperação do país.

Acreditamos que a meta de crescimento de “perto de 5%” do governo será facilmente alcançada (ela foi colocada em níveis baixos de forma proposital), mas é difícil acreditar em algum aperto monetário/fiscal daqui para frente, à medida que a economia ainda enfrenta fraquezas (conjunturais e também estruturais) relevantes. Seguimos acreditando que a assimetria segue na direção de possíveis cortes de juros e/ou maiores injeções de liquidez, e não o contrário, à medida que pressões inflacionárias domésticas se mantêm contidas, o FED chega perto do final do seu ciclo de alta, o yuan se recuperou dos seus piores momentos e alguns pontos da economia chinesa em específico seriam extremamente prejudicados por um aperto prematuro de condições monetárias (especialmente o setor imobiliário e a situação fiscal dos governos das províncias e de seus veículos de investimento estatal, os LGFVs – Local Government Financing Vehicles).

Europa

Após a quebra do SVB no começo de março, grande parte da preocupação dos mercados estava direcionada ao nível de stress financeiro e às condições de crédito na zona do euro. No começo de abril o índice de stress financeiro do Banco Central Europeu (BCE) teve uma queda significativa em comparação com as últimas semanas do mês de março, indicando queda no cenário de incerteza do setor bancário ao redor dos países da região.

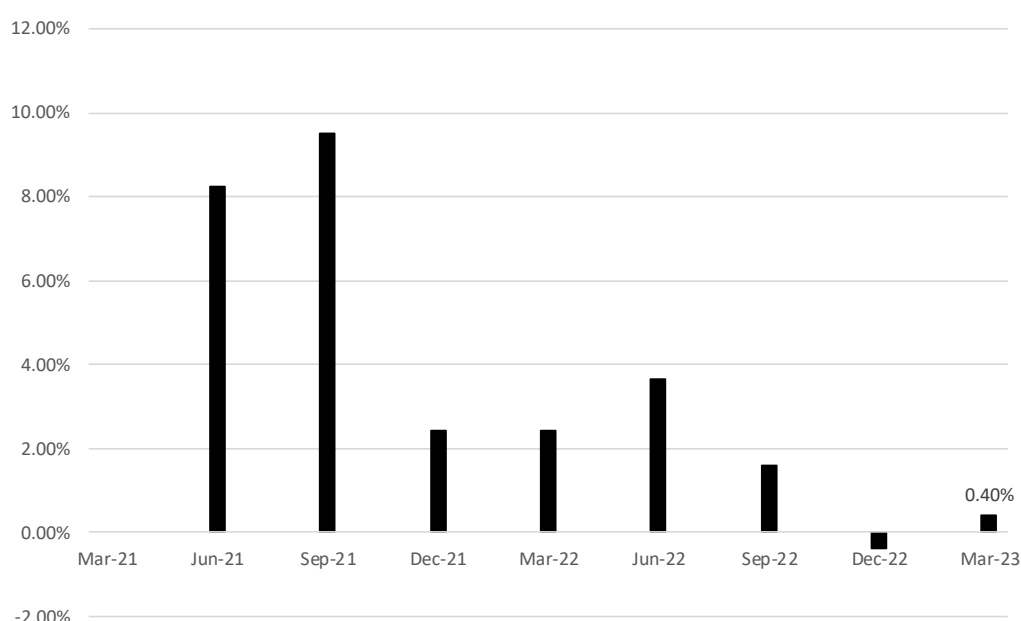
Índice de Stress Financeiro do Banco Central Europeu



Fonte: Dados do Bloomberg e elaboração O3 Capital

Além do indicador de stress financeiro, diversos membros do comitê de política monetária ressaltaram que a autoridade monetária se encontra em fase intensa de “data-dependency”, sendo que os últimos dados preliminares de PIB e inflação — que foram divulgados no final de abril e início de maio — resumem o conjunto de informações mais importantes para a próxima reunião de decisão da taxa de juros que acontecerá no dia 04 de maio. Seguindo nessa linha, a zona do euro registrou um crescimento do PIB levemente abaixo do esperado, configurando variação trimestral, já com ajuste sazonal, de 0.1% ou 0.4% na taxa anualizada no primeiro trimestre de 2023.

Europa - Dados Preliminares de Crescimento do PIB (Variação Trimestral Anualizada)



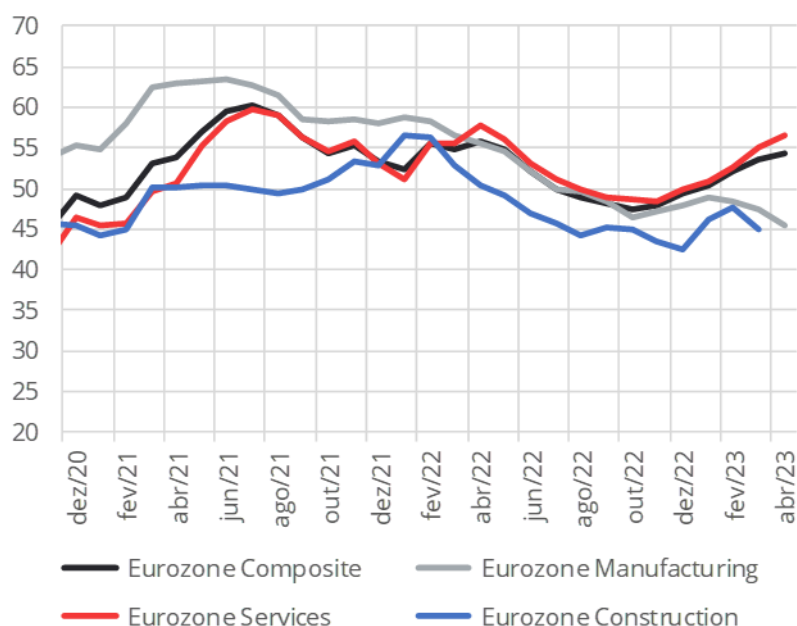
Fonte: Dados do EUROSTAT e elaboração O3 Capital

Apesar de os dados de crescimento seguirem relativamente em linha com as médias das previsões, houve certa heterogeneidade no crescimento entre as principais economias da região. Por exemplo, a Alemanha registrou estagnação, ou seja, crescimento de 0% no primeiro trimestre (abaixo do esperado), enquanto que Espanha e Itália cresceram a taxas anualizadas de 2% (acima das expectativas). Já a França apresentou crescimento igual da médias das expectativas de 0.2%. Em geral, podemos observar certa heterogeneidade entre o crescimento das principais economias, mas um resultado que mostra que a região escapou de uma recessão técnica.

Além dos dados de PIB, os PMIs — que procuram mensurar a expansão/contração dos setores de serviços e manufaturas — são fundamentais para a decisão do BCE. Os dados preliminares mostram uma continuidade na tendência de expansão no setor de serviços e contração no setor de manufaturas.

Podemos observar o descolamento entre os setores nos PMIs, sendo importante ressaltar a resiliência no setor de serviços, que vem sendo um componente muito relevante para a dinâmica da inflação na região. Esse fato pode ser explicado principalmente pelas pressões por reajustes salariais recentes, sendo retroalimentadas pelos aumentos no custos de vida gerados pela inflação.

PMIs Europa

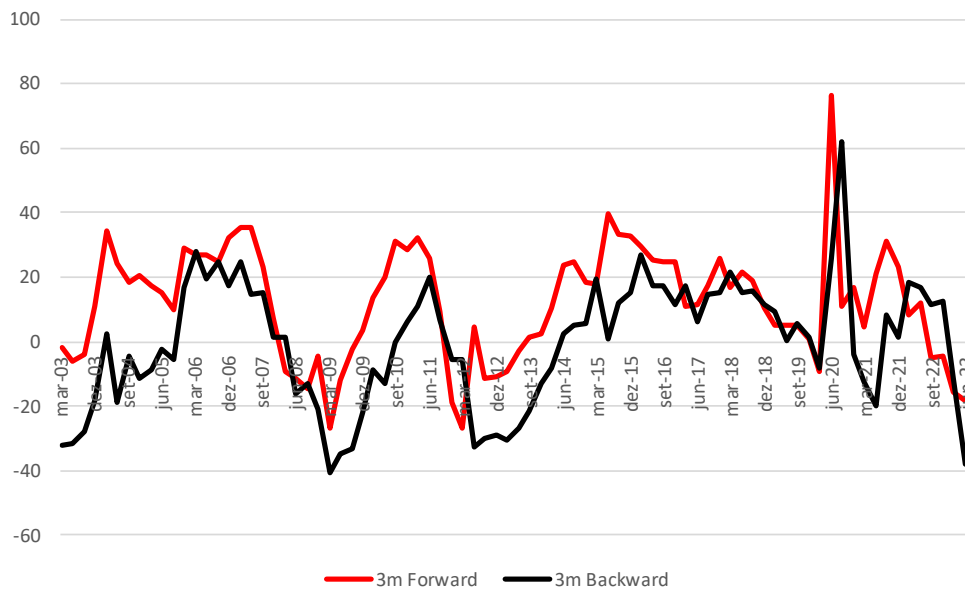


Fonte: Dados da S&P Global e elaboração O3 Capital

Já os dados preliminares de inflação não foram muito animadores para a zona do euro. O mês de abril registrou uma taxa year-over-year de 7% (contra 6.9% em março), enquanto que o núcleo — que exclui alimentação e energia — registrou leve queda de 5.7% para 5.6%. Olhando para as aberturas há certa sinalização para o esgotamento dos ganhos nos preços de energia, enquanto que a inflação de alimentos apresentou recuo significativo em abril. Além disso, a dinâmica de preços no setor de serviços ainda permanece bastante resiliente, o que conversa bem com os dados dos PMIs.

Além dos dados de inflação, foi publicado no dia 2 de maio o survey de condições de crédito do BCE, que registrou um aperto nas condições de crédito acima do esperado pela autoridade monetária.

Demanda por crédito - Firms



Fonte: Dados do BCE e elaboração O3

O gráfico acima mostra um aperto significativo na demanda por crédito por parte das firmas, o que pode refletir de certa forma os efeitos da defasagem da política monetária. Na ótica da oferta de crédito, o índice de credit standards também mostrou aperto significativo nas condições no mês de março. Dessa forma, tanto o aperto de crédito observado recentemente quanto os dados do núcleo de inflação resiliente entrarão como variáveis chaves para a reunião de decisão da taxa de juros no começo de maio.

UK

O cenário de inflação no Reino Unido ainda se encontra muito resiliente e com um núcleo de inflação — que exclui componentes voláteis do índice — que ainda não demonstra sinais de reversão. No mês de março a região registrou uma variação mensal de +0.8% nos preços, enquanto que o núcleo configurou aumento de 0.9%. Dessa forma, as taxas de crescimento dos preços acumuladas em 12 meses para o índice cheio e para o núcleo ficaram em 10.1% e 6.2% respectivamente.

Além disso, na metade do mês o Office for National Statistics divulgou os dados de contratações líquidas no mercado de trabalho. Os dados mostram um saldo de 30 mil vagas para o mês de março (contratações menos demissões), o que gerou um aumento na média móvel de 3 meses da variável. Já a taxa de desemprego — que leva em conta o ajuste sazonal — passou de 3.8% para 3.9%. Em geral, um dado positivo para o mercado de trabalho com um aumento pouco expressivo no desemprego, mas que também indica possíveis pressões inflacionárias adicionais originadas por um mercado de trabalho ainda frouxo na região.

Brasil

As expectativas sobre a economia brasileira estão diretamente relacionadas ao arcabouço fiscal em tramitação no Congresso Nacional. Nesse sentido, a equipe econômica enviou o texto com os parâmetros propostos no projeto de lei complementar, que deve ser avaliado pelo relator e pelo Congresso onde alguns ajustes podem ser incorporados para termos as definições sobre o cenário à frente.

A determinação da trajetória de crescimento da dívida/PIB depende claramente de dois fatores: i) Capacidade de se implementar um aumento significativo de carga tributária pelo governo; ii) Enforcement da regra de gastos.

Nesse sentido, a regra proposta trouxe um leque muito amplo de cenários possíveis para a trajetória de gastos ao determinar que as metas de primário e suas bandas podem ser ajustadas livremente; ao eliminar a necessidade de contingenciamento de gastos em caso de descumprimento provável da meta estipulada; e ao isentar de responsabilidade o não cumprimento da meta de primário. Essas propostas incorporadas no texto da regra criam um ambiente em que a execução da regra passe a ser opcional. Na prática é como se não houvesse regra.

Ao mesmo tempo, a estabilização da dívida/PIB depende fortemente do crescimento econômico. Ao mesmo tempo a regra cria o incentivo de aumento de carga tributária, que desestimula o crescimento. Ou seja, a própria regra cria as armadilhas para boicotar o seu sucesso.

Mas, ignorando os efeitos sobre o crescimento, e considerando um crescimento de 1,5% ao ano, a regra estabiliza a dívida/PIB em quais condições? Para responder à essa questão, usando as projeções de inflação e juros de um modelo semi-estrutural do Banco Central, construímos quatro cenários para realizarmos simulações:

Cenário 1 - Consideramos as receitas atuais (sem aumento de carga), despesas para 2024 seguindo a projeção da PLOA, e execução da regra de aumento de gastos de 70% do aumento de receitas a partir de 2025;

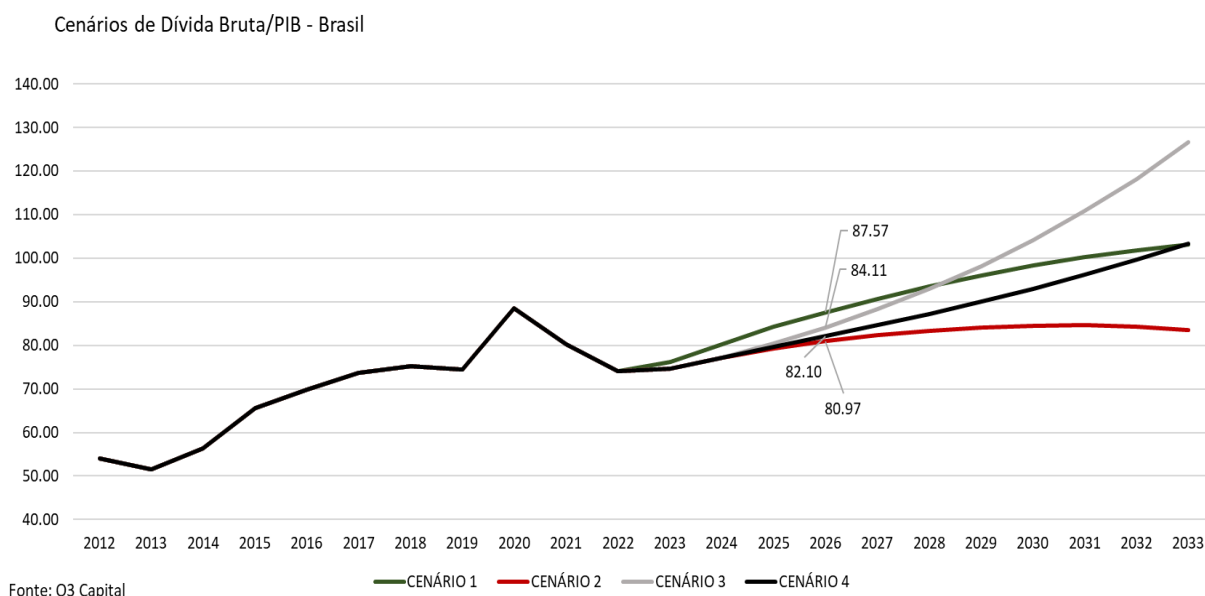
Cenário 2 - Equivalente ao Cenário 1 adicionada um aumento de carga tributária de 1,5% do PIB;

Cenário 3 - Equivalente ao Cenário 2, mas com aumento de gastos reais de gastos em 2,5% ao ano a partir de 2025;

Cenário 4 - Equivalente ao Cenário 2 mas com uma regra de aumento de gastos equivalente ao aumento de receitas a partir de 2025.

Dessa forma, o Cenário 2 seria o ideal pelo governo, considerando que consegue o aumento de carga e segue à risca a regra proposta. O cenário 1 é pessimista no sentido que considera que a busca por mais tributos não seria bem sucedida. Assim, a comparação entre os cenários 1 e 2 nos fornece a relevância do aumento de carga tributária para a estabilização da dívida/PIB.

Os cenários 3 e 4 explicitam o que ocorreria com a dívida/PIB em caso de não execução da regra, diante da ausência de mecanismos que garantam o seu enforcement, deixando claro como esse ponto pode ser crucial para a trajetória futura da dívida/PIB. O cenário 3 considera o caso extremo de aumento real de gastos de 2,5% ao ano, pois é o único limite de gastos que, se excedido, implicará em responsabilização. Ou seja, seria o comportamento mais expansionista permitido diante da regra. O cenário 4 é um meio termo, onde o governo não conseguiria cumprir a regra dos 70%, mas não chega a gastar o limite.



As trajetórias de dívida/PIB calculadas a partir de cada cenário indicam que o aumento de carga é o fator mais importante para se obter uma dívida/PIB menor ao final do mandato, com uma diferença de 81% a 87,5% a depender desse aumento de arrecadação. Por outro lado, os cenários 3 e 4 deixam claro que, no médio-longo prazos, a trajetória da dívida/PIB depende mais crucialmente do enforcement da regra. Esse passa a ser então o parâmetro crucial para a determinação de estabilidade da dívida.

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*
2023														
O3 RET G	0,39%	-1,33%	-0,26%	1,60%									0,37%	16,11%
% CDI	34%	-	-	174%									9%	72%
CDI +	-0,74%	-2,25%	1,44%	0,68%									-3,83%	-6,20%
2022														
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%
% 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%
2021														
O3 RET G QF	0,02%	0,75%	0,16%	1,18%	0,58%	0,58%	-0,63%	0,89%	-1,96%	1,53%	-0,65%	2,00%	4,47%	4,78%
% 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 12 meses Fundo X CDI



Patrimônio em 28/04/2023

PL Atual - R\$	508.430.932,69
PL Médio (12 meses)	560.770.072,94

Estatísticas

Descrição	2023	Início*
Volatilidade anualizada	3,65%	5,54%
Melhor mês	1,60%	4,49%
Pior mês	-1,33%	-2,74%

* em 18/12/2020

Risco

*Segundo BTG Pactual Serviços financeiros S/A DTVM

Menor risco			Maior risco	
1	2	3	4	5

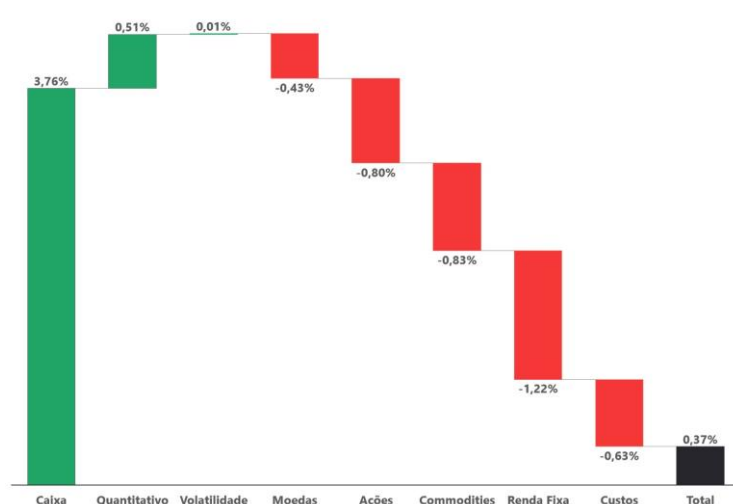
O3 Retorno Global

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

Atribuição de performance - Ano



Comentário do gestor

Destaques do mês

Em abril, ganhos ficaram concentrados em posições na bolsa americana e europeia. Em renda fixa, estratégia visando a queda de juros na China e visando aumento na Itália contribuíram positivamente no mês. As posições visando queda de juros na Alemanha contribuíram negativamente. Na parte de crédito, destaque positivo para a posição comprada no índice de High Yield americano. Em moedas, ganhos vieram da estratégia comprada em real, peso chileno e em euro, com perdas na posição comprada no iene japonês. Em commodities, as posições compradas em ouro contribuíram positivamente em abril. Por fim, na estratégia quantitativa, ganhos vieram da estratégia de arbitragem de juros local, especialistas de bolsas internacionais e tendência de commodities. Destaque negativo ficou para a estratégia de tendência de moedas e de juros internacionais.

Posicionamento atual

Em renda fixa, iniciamos posições esperando queda de juros na China e no Brasil, além de posições vendidas em inclinação no Chile. Em renda variável, continuamos com posições compradas na bolsa europeia e americana. Na parte de crédito, aumentamos as posições compradas no índice de High Yield americano. Em relação às moedas, seguimos com posições compradas em real, peso chileno e euro contra o dólar. Com relação às commodities, adicionamos posições compradas em ouro.



Dialogue conosco!



www.o3capital.com.br



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



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



contato@o3capital.com.br