



**CARTA TRIMESTRAL
MULTIMERCADO MACRO
4° TRIMESTRE 2022**

CENÁRIO INTERNACIONAL

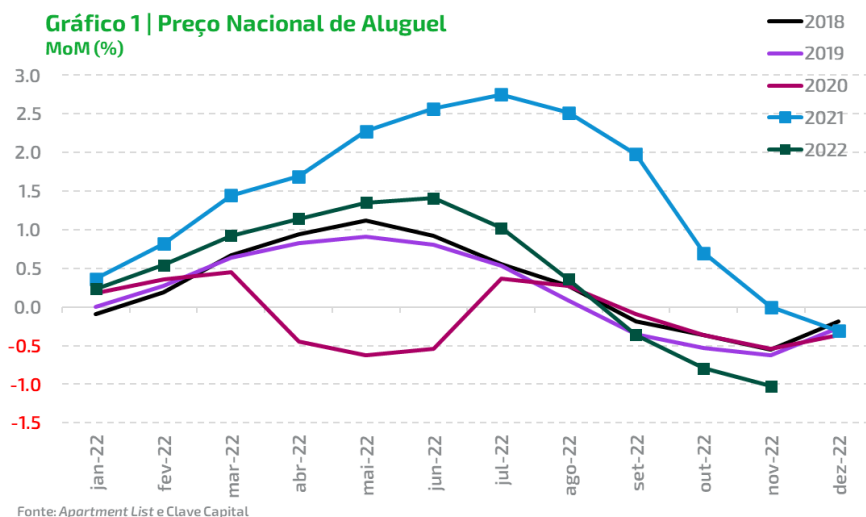
EUA - O ciclo de ajuste da política monetária nos parece mais próximo do fim

Ao longo das nossas últimas cartas, ressaltamos que o aperto tempestivo das condições financeiras era necessário para a convergência da inflação para a meta e para a ancoragem das expectativas. Após 425bps de altas da FED *fund* e considerando a mediana dos *dots* com taxa terminal ao redor de 5,1%, esse ciclo de ajuste nos parece mais próximo do fim. O crescimento da demanda doméstica abaixo do potencial, somado à manutenção da política monetária restritiva por tempo prolongado e os efeitos defasados da mesma, devem levar à convergência da inflação para a meta no horizonte relevante.

A análise quantitativa e qualitativa dos últimos dados do *PCE* sob a ótica apresentada pelo Powell em novembro, no discurso ao *Brookings Institution*, corrobora esse cenário:

i) *Core Goods*: mostram deflação acelerada e confirmam a melhora nas cadeias globais de produção, além da queda nos preços de carros usados e o ajuste parcial da oferta de bens. Os estoques elevados nas principais varejistas e os indicadores antecedentes (*price paid*, *supply delivery times*, *core import prices*, etc) sugerem que a desinflação deste grupo continuará em curso. No curto prazo, a reabertura acelerada e desordenada da China é um risco negativo para as cadeias de produção, mas passados os possíveis efeitos iniciais, a resultante deve ser benigna para a inflação;

ii) *Housing*: os conhecidos “problemas metodológicos” dos preços de aluguéis nos índices de inflação escondem o forte ajuste observado nos novos contratos, como pode ser observado no Gráfico 1. A contração abrupta do setor e a queda nos preços das casas mostram que ainda estamos no início da desinflação de aluguéis;

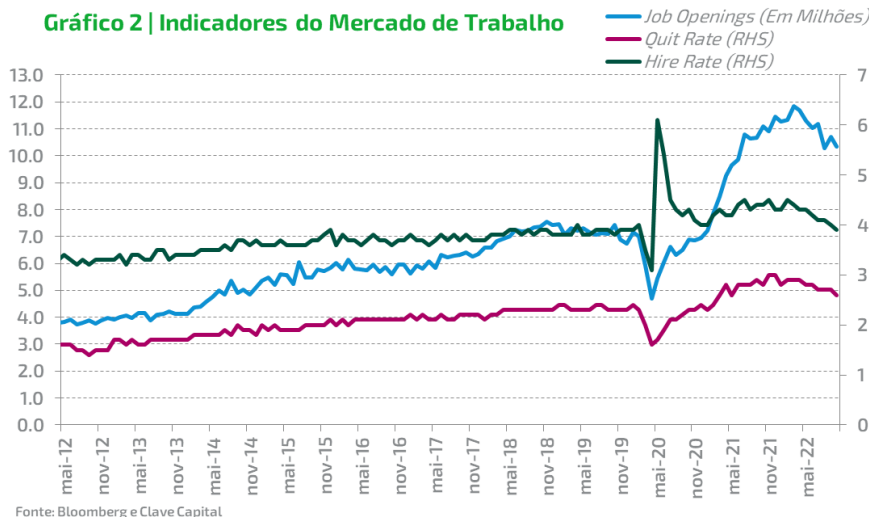


iii) *Core Services ex housing*: é o grupo mais importante para a condução da política monetária prospectiva e corresponde por mais de 50% do núcleo de inflação. A melhora ainda é incipiente, e a evolução do mercado de trabalho e dos salários será primordial.

Acreditamos que o crescimento do PIB bem abaixo do potencial em 2023 (projetamos 0,7% com riscos para baixo), os efeitos defasados do aperto das condições financeiras e a contínua desaceleração do mercado de trabalho (que já parece ter sido iniciada, conforme o Gráfico 2) irão moderar os salários para níveis adequados com o crescimento da produtividade, ou seja, sem gerar pressões inflacionárias.

CENÁRIO INTERNACIONAL

Gráfico 2 | Indicadores do Mercado de Trabalho



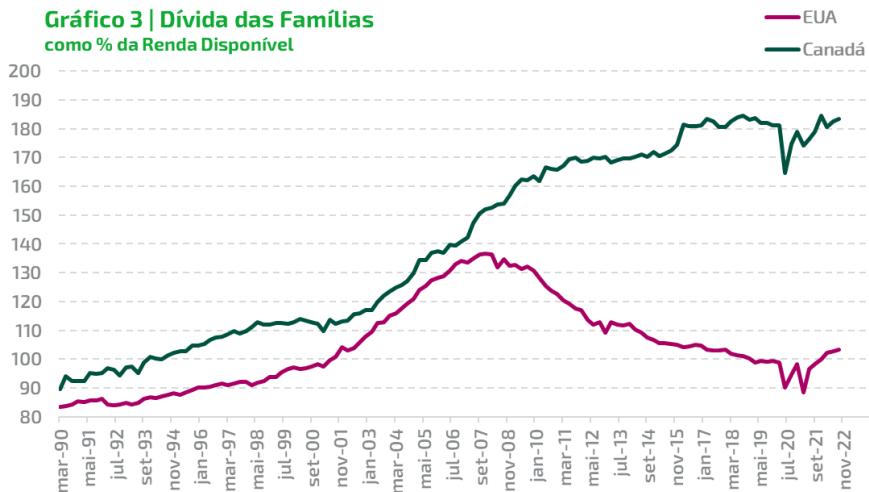
Fonte: Bloomberg e Clave Capital

Ao contrário do que pode parecer, a proximidade do fim do ciclo tornará o trabalho do FED ainda mais difícil. A partir de agora, o *trade-off* entre crescimento e inflação será ainda maior. Perseverar com a política monetária bastante restritiva (juro real ex-ante ao redor de 1.5% a.a) é necessário para reestabelecer o equilíbrio entre oferta e demanda do mercado de trabalho, arrefecer os salários e, conseqüentemente, desinflacionar os itens mais inerciais. Esse é o plano de voo traçado pela autoridade monetária, mas é justificável a dúvida do mercado sobre a capacidade do FED em persegui-lo numa conjuntura econômica de aumento da taxa de desemprego e riscos crescentes de recessão.

Canadá – A vulnerabilidade do balanço das famílias chama atenção

O impacto econômico do aperto significativo das condições financeiras ao longo dos últimos 12 meses será mais evidente nos países mais endividados, onde a potência da política monetária é maior. Como pode ser visto no Gráfico 3, o Canadá merece destaque nesse grupo de países, quando se compara o endividamento das famílias canadenses versus as norte-americanas.

Gráfico 3 | Dívida das Famílias como % da Renda Disponível

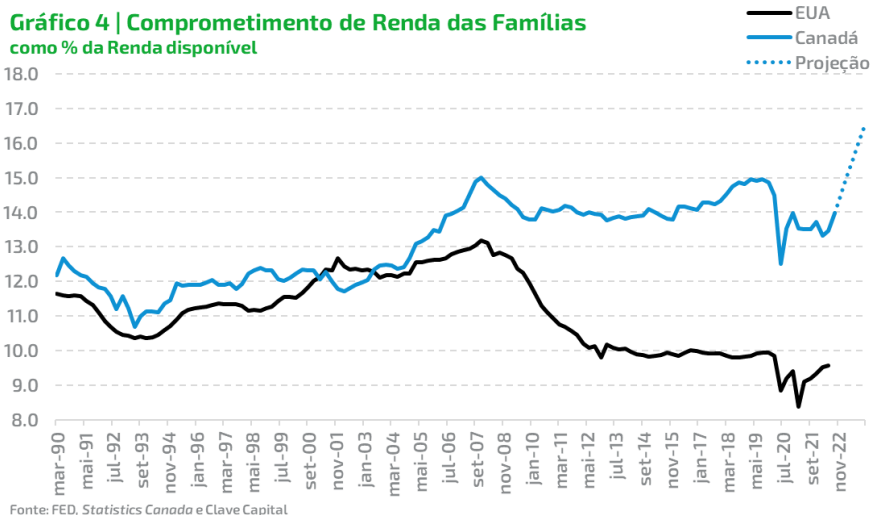


Fonte: FED, Statistics Canada e Clave Capital

Não realizamos distribuição de cotas. Para investir em nossos fundos, contate um distribuidor autorizado. O conteúdo deste documento não representa aconselhamento de investimento. 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 podem estar autorizados a realizar aplicações em ativos negociados no exterior. Os fundos da Clave podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, sujeitando-se aos riscos daí decorrentes. Os fundos da Clave 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 conseqüente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo dos fundos. Não há garantia de que os fundos da Clave terão o tratamento tributário para fundos de longo prazo. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos e Taxa de Saída. Trata-se de material de divulgação cujas informações são de caráter exclusivamente informativo. Fonte dos índices de referência: www.b3.com.br/pt_br. Leia a lâmina de informações essenciais e o regulamento antes de investir. Esses documentos podem ser consultados no seguinte endereço eletrônico: <http://www.intrag.com.br/intrag-pt/pesquisa/>, Ouvidoria Corporativa Itaú (0800 570 0011), em dias úteis, das 9 às 18 horas, Caixa Postal 67.600, CEP 03162-971. Deficientes auditivos ou de fala, dias úteis, das 9 às 18 horas, 0800 722 1722. Supervisão e Fiscalização: Comissão de Valores Mobiliários - CVM. Serviço de Atendimento ao cidadão em www.cvm.gov.br.

CENÁRIO INTERNACIONAL

O arrefecimento já perceptível do mercado de trabalho, somado às altas de juros do Banco Central do Canadá (BoC), levarão o serviço da dívida (componente importante para o consumo das famílias) para patamares acima das máximas históricas, impactando ainda mais o crescimento econômico, como pode ser visto pelas projeções no Gráfico 4.



O setor imobiliário, segmento relevante para o crescimento do país ao longo dos últimos anos e responsável por grande parte da alavancagem das famílias, já sente os impactos do aperto das condições financeiras, com queda nos preços de casas e na construção. Além disso, 35% das hipotecas com taxas fixas terão reajustes para taxas mais altas em menos de um ano. Dessa forma, o estrangulamento do setor e do balanço das famílias aumenta consideravelmente os riscos de uma desaceleração mais severa da atividade.

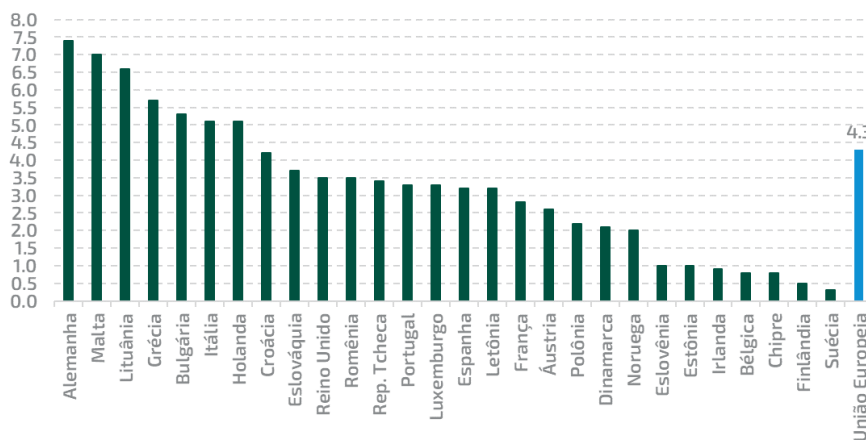
Nesse contexto, acreditamos que o BoC deverá ser um dos primeiros Bancos Centrais do mundo desenvolvido a mudar a rota na condução da política monetária.

Europa – Recessão mais branda, mas os desafios estruturais permanecem

Na Europa, o cenário de recessão vem se materializando, mas em magnitude menor do que esperávamos. A utilização da poupança acumulada durante a pandemia e os crescentes e expressivos pacotes fiscais implementados pelos governos para minimizar os impactos da crise energética para as empresas e famílias, explicam em grande parte a resiliência da atividade nos últimos meses. O Gráfico 5 evidencia o tamanho significativo do suporte fiscal concedido desde o início da Guerra. A capacidade das empresas em reduzir de forma considerável a demanda de gás natural (aprox.: 30% na Alemanha) sem afetar de forma significativa a produção também surpreendeu positivamente. Sendo assim, revisamos a nossa projeção de crescimento de 2023 de -1% para -0,3%. Os níveis reduzidos da renda real disponível, dos indicadores de confiança e nos *PMIs* tornam o balanço de riscos assimétrico para baixo.

CENÁRIO INTERNACIONAL

Gráfico 5 | Suporte Fiscal para Empresas e Famílias
% do PIB



Fonte: Bruegel e Clave Capital

No âmbito geopolítico, o risco de uma escalada no conflito na Ucrânia não pode ser descartado. Caso ocorra, será mais um vetor negativo para a atividade europeia. A pesquisa recente do *IFO Institute* mostrou que a capacidade de redução adicional na demanda de gás natural é limitada, e novos desdobramentos negativos da crise teriam efeitos não-lineares na produção industrial.

Para o médio prazo, na hipótese de uma negociação de paz ou mesmo que haja uma nova campanha militar russa que seja bem-sucedida e leve ao enfraquecimento do presidente ucraniano, o “início do fim” da Guerra poderá trazer desdobramentos positivos para os mercados. De qualquer forma, acreditamos que o problema energético europeu é estrutural, conforme amplamente discutido em nossa carta trimestral anterior – sem uma nova fonte de gás natural ou uma recessão profunda, a Europa terá novamente dificuldade na recomposição dos estoques para o inverno de 2024.

Pelo lado monetário, o ECB ainda atrasado no processo de aperto das condições financeiras, foi bem mais *hawkish* do que o esperado na reunião de dezembro. Mesmo revisando para baixo a atividade e contemplando recessão no Q4/22 e Q1/23, as surpresas altistas na inflação de curto prazo e nas expectativas não permitem ao Banco Central desviar a atenção do seu mandato. Menos sensível que o esperado à desaceleração da atividade, preocupado com os estímulos fiscais e com fortes revisões para cima nas projeções de inflação, sinalizou altas adicionais de 50bps, taxa terminal bem acima do mercado e antecipou o início do *Quantitative Tightening* (QT).

A comunicação errática do ECB nas últimas reuniões, ora mais *dove* e agora mais *hawkish* nos faz ter cautela na análise prospectiva da política monetária. A precificação de mercado com taxa terminal ao redor de 3,50%, 150 bps acima do patamar superior do intervalo referente ao juro neutro (1%-2%) nos parece restritiva o suficiente dados os riscos para a atividade e desafios locais (Itália, por exemplo). Temos dúvidas sobre a postura da autoridade monetária quando a recessão se concretizar e o FED encerrar o ciclo. Cabe ressaltar que o aumento das emissões de dívida dos governos em 2023 e o QT poderão elevar a *term premium* da curva de juros, apertando ainda mais as condições financeiras.

CENÁRIO INTERNACIONAL

China – Mudanças relevantes no cenário econômico de 2023

Em nossas últimas cartas abordamos extensivamente os desafios para a economia chinesa decorrentes das políticas do Zero-Covid e do estrangulamento regulatório e financeiro do setor imobiliário.

A fraqueza doméstica, a desaceleração rápida da demanda externa (vetor importante para o crescimento chinês desde o início da pandemia) e as manifestações sociais crescentes, tornaram insustentável a continuidade dessas políticas. O pragmatismo chinês ausente até o momento no governo Xi ressurgiu, e mudanças abruptas foram implementadas na condução da diretriz econômica. O fim da política do Zero-Covid e os estímulos regulatórios e financeiros para o setor imobiliário terão efeitos importantes no crescimento de 2023.

No curto prazo, a baixa cobertura vacinal dos grupos vulneráveis, o início do inverno e a ausência de vacinas mais eficazes, aumentam o medo da população de novos surtos da doença. Os indicadores de mobilidade em patamares bastante deprimidos nas regiões de maior incidência de casos confirmam essa análise. Com o feriado do Ano Novo chinês no final de janeiro, o pico de casos e a máxima exposição à doença deverão ocorrer em fevereiro, abrindo espaço para a reabertura efetiva da economia a partir de março. A capacidade do sistema de saúde nesse período de imunização “forçada” é o grande risco a ser monitorado. Paralisações na produção ocasionadas por ausência de trabalhadores em virtude da doença também configuram risco adicional, pois poderão afetar a oferta de bens e, conseqüentemente, a inflação global.

Após esse período inicial turbulento e atividade mais fraca, acreditamos que será muito forte o impulso econômico para a demanda doméstica de uma reabertura efetiva, sobretudo para o consumo, serviços e turismo (verificado em outras economias que passaram por esse processo). Os países mais próximos que são destinos turísticos dos chineses como Tailândia e Japão, por exemplo, também serão beneficiados.

Quanto ao setor imobiliário, as medidas implementadas atacam em grande medida os problemas cíclicos do setor. Dentre elas, destacam-se:

i) Facilidade ao crédito: liberação de aproximadamente 1.2 tri de yuans (1% do PIB) em linha de crédito para as construtoras executarem os projetos não acabados. Extensão do prazo de pagamento dos empréstimos e garantias do governo.

ii) Relaxamento regulatório: o governo estendeu indefinidamente o prazo para os bancos enquadrarem seus balanços nos limites de exposição ao setor. Permitiu novamente o financiamento via *equity* e *trust loans*. Essas medidas são relevantes porque estrangulavam a capacidade de financiamento das construtoras.

Acreditamos que esse conjunto de ações, somado à reabertura da economia, possa retomar a confiança das famílias, afrouxar as condições financeiras e impulsionar ciclicamente a demanda do setor. No entanto, não é esperado que uma expansão de *housing* seja o vetor do crescimento para 2023, mas sim que deixe de contribuir negativamente. No médio prazo, os desafios permanecem e fatores estruturais como elevado endividamento, demografia desfavorável e pico da urbanização contribuirão negativamente para o setor.

Para 2023, o acúmulo de poupança dos últimos três anos, a reabertura econômica e a melhora cíclica de *housing* serão vetores muito relevantes para a atividade e permitirão a China ser o único país a apresentar aceleração de crescimento em relação a 2022. A meta do governo para o crescimento do PIB deverá ser ao redor de 5%. Cabe destacar, que diferentemente dos ciclos anteriores, o crescimento de 2023 será puxado por serviços e menos intensivo em demanda por commodities.

CENÁRIO LOCAL

Apesar de ainda acreditarmos que a economia brasileira esteja bem-posicionada para a nova organização geopolítica mundial que está se formando, fomos surpreendidos negativamente pelas ações e sinalizações do novo governo. O presidente eleito indicou um viés econômico mais à esquerda do que o esperado, com maior propensão a gastar, com possível retorno do crédito subsidiado, enfraquecimento da lei das estatais e pouca sensibilidade aos sinais de preço dos ativos de mercado.

Brasil – Choque de realidade

Na carta do 3º trimestre, já havíamos alertado que o teto dos gastos precisaria ser modificado. Na ocasião, analisamos dois cenários: um mais restritivo, no qual seria elevado em R\$ 80 bilhões, e um mais expansionista no qual seria ampliado em R\$ 130 bilhões. O novo governo excedeu nosso cenário mais pessimista e propôs aumentar os gastos para 2023 em cerca de R\$ 200 bilhões. O Congresso Nacional, por sua vez, aprovou a PEC da Transição, que permite que o governo, em 2023, gaste R\$ 168 bilhões a mais do que o teto original, sendo R\$ 145 bilhões via aumento do teto e R\$ 23 bilhões para investimento financiados por recursos abandonados do PIS/PASEP, ou seja, de forma fiscalmente neutra. Atualizando a simulação feita na carta anterior, considerando que o novo limite de gastos será ampliado em R\$ 168 bilhões no ponto de partida, mesmo com hipóteses otimistas de juros reais e da taxa de crescimento de despesa¹, a carga tributária teria de ser aumentada em pelo menos 1,6 ponto percentual (p.p.) do PIB para garantir a sustentabilidade da dívida.

Para piorar ainda mais a situação, a norma fiscal atualmente definida na Constituição passaria a ser determinada por lei complementar, o que facilitaria possíveis alterações no futuro. No nosso entendimento, isso representa um enfraquecimento e uma fragilização estrutural do arcabouço fiscal brasileiro. Se no passado recente já houve uma certa banalização das PECs que exigem três quintos dos votos, imaginamos o que pode acontecer por maioria simples. Além do "waiver" acima do esperado e do enfraquecimento do arcabouço fiscal, a equipe de primeiro escalão escolhida também não agradou o mercado. Além disso, a narrativa dominante tem sido na linha de contrapor o social com "o mercado", o que acreditamos ser uma falsa dicotomia.

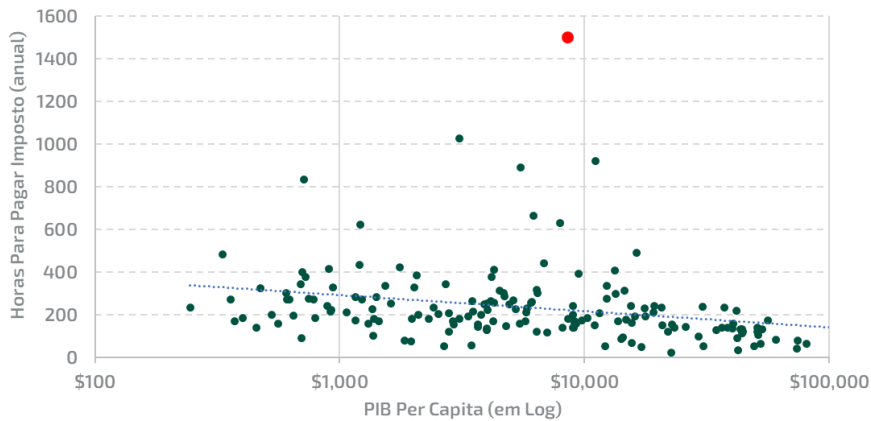
Vale ressaltar que vemos como positiva a escolha de alguns bons nomes para o secretariado do Ministério da Fazenda, principalmente na área tributária, onde se espera que uma reforma seja enviada ao Congresso ao longo dos primeiros anos de mandato. A discussão sobre a Reforma Tributária parece estar madura o suficiente para ser colocada em pauta nesse momento, e assim como outras reformas que demoraram anos amadurecendo antes de encontrar condições políticas e econômicas que as tornassem fundamentais, a grave situação fiscal a torna imprescindível.

O Brasil tem um dos sistemas tributários mais complexos do mundo. As empresas brasileiras são as que levam mais tempo para pagar impostos, como pode ser visto no Gráfico 6. O contencioso tributário brasileiro é 383 vezes maior, como percentual do PIB, do que a média dos países da América Latina. Nossa avaliação, corroborada por evidências internacionais, é de que a simplificação do sistema tributário pode ter um impacto significativo no PIB potencial.

1 - Uma hipótese otimista seria juros reais de 3% e que as despesas do novo teto cresçam a taxa de inflação acrescida de metade do crescimento do PIB.

CENÁRIO LOCAL

Gráfico 6 | PIB per Capita e *Doing Business* - Tempo para Pagar impostos



Fonte: Banco Mundial e Clave Capital

É improvável que a PEC 45, que propõe criar um único imposto sobre valor agregado para todas as esferas de governo, o IBS (Imposto sobre Bens e Serviços), seja aprovada. Uma reforma mais modesta, que unifique apenas os impostos federais, parece mais plausível de ser adotada. Mesmo que o efeito sobre a produtividade de uma alteração mais enxuta da legislação seja menor do que uma reforma mais ampla, acreditamos que ainda assim terá efeitos positivos sobre o crescimento no longo prazo. Além da reforma, outras alterações no sistema tributário devem ocorrer em 2023. A tributação de lucros e dividendos e o fim do JCP (Juros sobre Capital Próprio) parecem ser duas modificações que têm consenso no Congresso.

Pelo lado da atividade, mesmo considerando uma safra recorde, os estímulos fiscais e possivelmente parafiscais, nossa visão é mais pessimista que o consenso de mercado. As incertezas sobre os rumos da política econômica, a desaceleração do crédito, a volta do aumento do desemprego e a redução da poupança adquirida durante a pandemia terão efeitos negativos predominantes na economia. Nossa projeção para o PIB de 2023 é de 0,2%, mesmo com um carregamento estatístico esperado de +0.3%.

Como mencionado em cartas passadas, o aumento do comprometimento de renda e da inadimplência já mostram seus impactos nas concessões de crédito. O crédito livre considerado de melhor qualidade² está 10% abaixo da média de 2019, enquanto as concessões de baixa qualidade³ ainda estão 35% acima do nível pré-pandemia, como pode-se notar no Gráfico 7. Essa tendência é insustentável e, provavelmente, resultará em desaceleração do crédito ao longo de 2023.

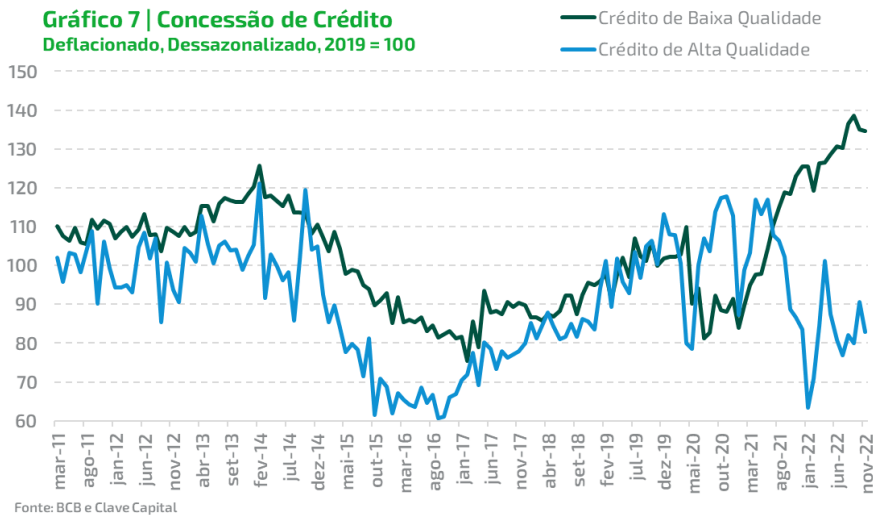
2 - Consignado, Veículos e desconto de cheque.

3 - Cartão de crédito rotativo e parcelado, cheque especial, crédito pessoal não consignado, aquisição de bens e outros créditos livres.

Não realizamos distribuição de cotas. Para investir em nossos fundos, contate um distribuidor autorizado. O conteúdo deste documento não representa aconselhamento de investimento. 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 podem estar autorizados a realizar aplicações em ativos negociados no exterior. Os fundos da Clave podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, sujeitando-se aos riscos daí decorrentes. Os fundos da Clave 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 terão o tratamento tributário para fundos de longo prazo. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos e Taxa de Saída. Trata-se de material de divulgação cujas informações são de caráter exclusivamente informativo. Fonte dos índices de referência: www.b3.com.br/pt_br. Leia a lâmina de informações essenciais e o regulamento antes de investir. Esses documentos podem ser consultados no seguinte endereço eletrônico: <http://www.intrag.com.br/intrag-pt/pesquisa/>. Ouvidoria Corporativa Itaú (0800 570 0011), em dias úteis, das 9 às 18 horas, Caixa Postal 67.600, CEP 03162-971. Deficientes auditivos ou de fala, dias úteis, das 9 às 18 horas, 0800 722 1722. Supervisão e Fiscalização: Comissão de Valores Mobiliários - CVM. Serviço de Atendimento ao cidadão em www.cvm.gov.br.

CENÁRIO LOCAL

Gráfico 7 | Concessão de Crédito
Deflacionado, Dessazonalizado, 2019 = 100



Fonte: BCB e Clave Capital

A poupança extra adquirida durante a pandemia, que tem sustentado um padrão de consumo desproporcional ao crescimento da renda, está perto do fim. O montante máximo acumulado ocorreu no 2º trimestre de 2021, na ordem de R\$ 449 bilhões (5,4% do PIB) e atualmente se encontra em R\$ 279 bilhões (2,9% do PIB). Não esperamos que todo esse valor seja revertido em novos gastos, pois parte significativa deve estar nas camadas mais ricas.

O estoque de investimento em caderneta de poupança, que consideramos uma *proxy* para a população de baixa renda (mais propensa a consumir), encontra-se abaixo dos níveis pré-pandemia. Isso indica que os recursos extras acumulados durante a crise da COVID-19 pelos consumidores mais carentes estão se esgotando.

Brasil – Descoordenação entre o Fiscal e o Monetário

O fiscal menos austero e a possibilidade do retorno dos estímulos para-fiscais trazem riscos adicionais ao cenário inflacionário e tornam o trabalho da política monetária ainda mais desafiador nos próximos anos, especialmente considerando a realidade de metas de inflação decrescentes. Acreditamos que essa dicotomia entre o fiscal e o monetário tem o potencial de gerar uma crise institucional à frente que não pode ser minimizado. BC independente e/ou metas de inflação decrescentes podem se tornar os vilões da vez.

No último Relatório de Inflação (RI), o Copom sinalizou que já considerava um aumento do teto em R\$ 130 bilhões nos seus modelos de projeção. Entretanto, o montante é menor do que o valor autorizado na PEC, e as projeções de inflação de 6,0% em 2022, 5,0% em 2023 e 3,0% em 2024 consideram, implicitamente, um impulso fiscal menor do que o aprovado. Todavia, é importante destacar que o canal de transmissão da política fiscal sobre o hiato do produto no modelo do Banco Central é bastante limitado. Apesar disso, há outros canais indiretos nos quais a política fiscal pode afetar a inflação, dentre eles: expectativas de inflação, taxa de juros neutra, grau de incerteza na economia e preços de ativos, principalmente, a taxa de câmbio.

CENÁRIO LOCAL

Com esse pano de fundo, propomos um exercício no qual a política fiscal atual (usando como base a PEC da Transição) afeta as projeções de inflação por diversos canais (hiato do produto, expectativas de inflação, taxa de juros neutra e, por fim, taxa de câmbio) e como o Banco Central poderia reagir. Partindo das projeções do último Copom, traçamos três cenários onde alteramos as premissas para as variáveis citadas para projetar a inflação e, conseqüentemente, a possível reação da Selic.

O Cenário A pressupõe que todo o impulso fiscal adicional no próximo ano (R\$ 168 bilhões) se transforme em demanda agregada, estreitando ainda mais o hiato do produto. A taxa de juros neutra é mantida em 4,00% (em linha com o que o BC tem utilizado) e as expectativas de inflação permanecem no nível atual. O Cenário B é uma extensão do Cenário A, com piora de 50 bps no juro neutro, 50bps nas expectativas de inflação para todo o horizonte e 5% de desvalorização cambial. Por fim, o Cenário C contempla aumento de 100 bps no juro neutro e nas expectativas e desvalorização de 10% na taxa de câmbio (R\$/US\$) no primeiro trimestre. A Tabela 1 resume os cenários utilizados.

Tabela 1

Hipóteses e Variáveis Utilizadas nos Cenários

Cenário	Fiscal	Juro Neutro	Expectativas de Inflação	Taxa de Câmbio
Copom Dezembro	R\$ 130 bilhões	4.00	Ancoradas	R\$ 5,25/US\$
Cenário A	R\$ 168 bilhões	4.00	Ancoradas	R\$ 5,25/US\$
Cenário B	R\$ 168 bilhões	4.50	+ 0,50 p.p.	R\$ 5,51/US\$
Cenário C	R\$ 168 bilhões	5.00	+ 1,00 p.p.	R\$ 5,78/US\$

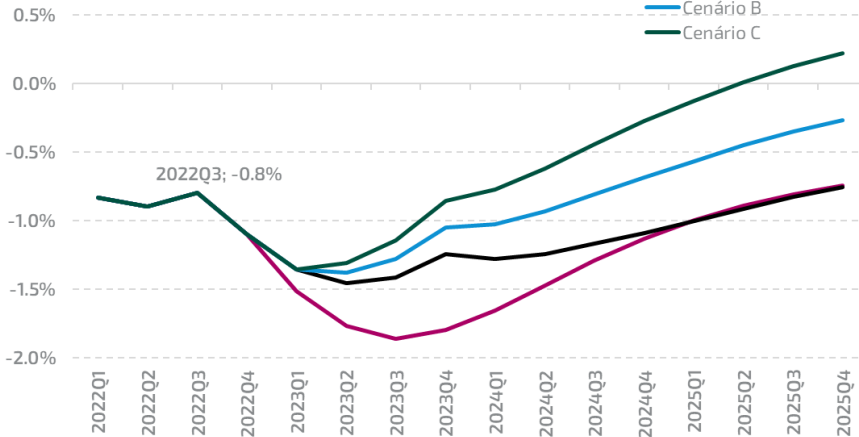
A fim de avaliar o cenário inflacionário, a primeira variável que precisamos observar é a ociosidade da economia. Conforme mencionado acima, o canal via demanda agregada de um impulso fiscal pelo aumento do déficit primário possui baixo impacto nos modelos macroeconômicos. Sendo assim, optamos em colocar os R\$ 168 bilhões de maneira *ad-hoc* diretamente na trajetória de hiato do produto ao longo dos próximos trimestres, como se o governo gastasse esse dinheiro (via transferências ou investimento) e toda essa despesa fosse diretamente para a economia.

Outra variável de interesse e de extrema relevância são as expectativas de inflação que não impactam apenas a inflação corrente (via Curva de Phillips), mas também o grau do aperto monetário, via diminuição do juro real *ex-ante*. Portanto, uma deterioração das expectativas de inflação combinada com um aumento da taxa de juros de equilíbrio, pioram não apenas a dinâmica inflacionária, mas também reduzem o nível de contração da política monetária em todo o horizonte.

Utilizando as premissas dos três cenários, os Gráficos 8 e 9 apresentam as projeções do hiato do produto e da inflação, utilizando a mesma trajetória para a Selic contida na pesquisa Focus.

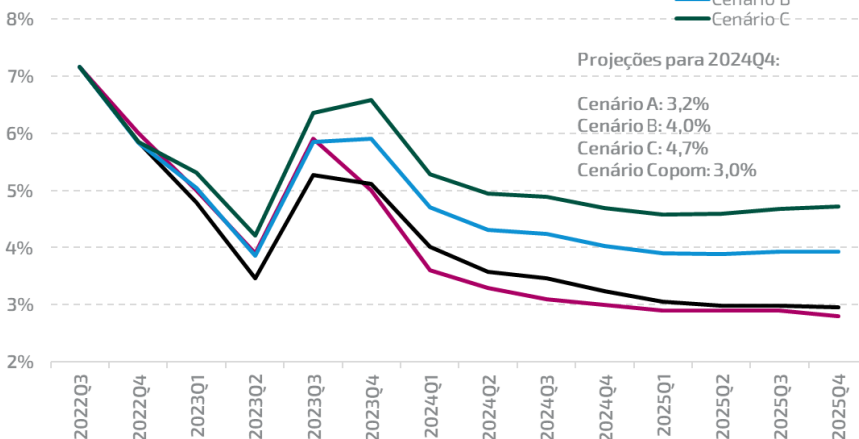
CENÁRIO LOCAL

Gráfico 8 | Hiato do Produto (Selic do Focus)
Percentual do PIB Potencial



Fonte: Bloomberg, IBGE, BCB, FGV e Clave Capital

Gráfico 9 | Projeções IPCA (Selic do Focus)
Acumulado em 12 meses



Fonte: Bloomberg, IBGE, BCB e Clave Capital

Projeções para 2024Q4:

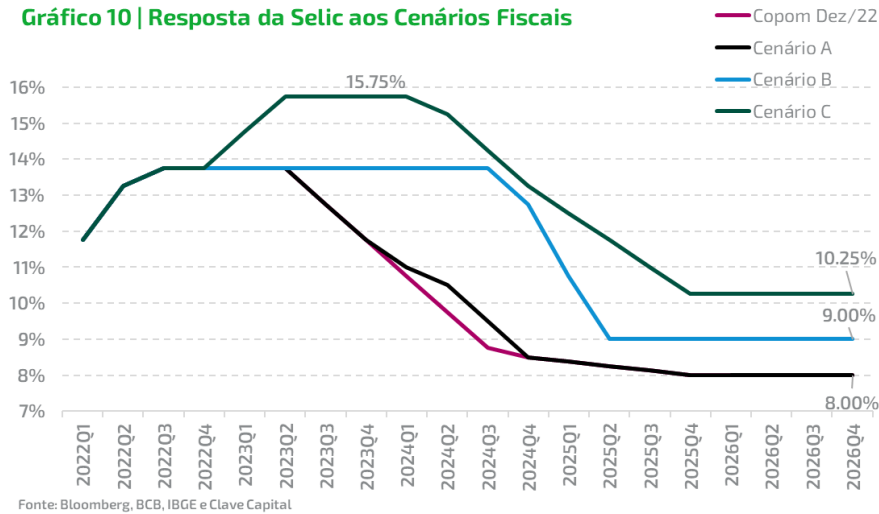
Cenário A: 3,2%
Cenário B: 4,0%
Cenário C: 4,7%
Cenário Copom: 3,0%

Como pode ser observado, o impacto do impulso fiscal maior do que o contemplado no último Copom, gera projeções de inflação mais elevadas em todos os cenários. Como o Cenário C é o mais estressado, a inflação fica bem mais pressionada em todo o horizonte, com o IPCA próximo de 7% no final de 2023 e ao redor de 5% no longo prazo, bem acima do centro da meta.

Diante desses cenários, surge o questionamento: qual seria a reação da política monetária? Buscamos trajetórias possíveis para a Selic que levariam a inflação para “ao redor” da meta no horizonte relevante, como podemos observar no Gráfico 10.

CENÁRIO LOCAL

Gráfico 10 | Resposta da Selic aos Cenários Fiscais



No Cenário A, a trajetória inicial para a Selic é similar ao que foi utilizado no último Copom, com o afrouxamento iniciando no 3º trimestre de 2023. Contudo, à medida em que pioram as expectativas de inflação e o juro neutro da economia, ficará cada vez mais difícil uma queda dos juros, exigindo uma postura mais conservadora da autoridade monetária. No Cenário B a convergência da inflação para as metas ocorre sem a necessidade de novas altas na Selic, mas o corte é postergado para o final de 2024. Apenas no cenário mais estressado, onde a piora fiscal é acompanhada de uma desvalorização de 10% na taxa de câmbio, seria necessário um aumento de juros no início do ano. Dessa forma, mesmo com a deterioração das expectativas fiscais, achamos pouco provável que o Banco Central volte a subir os juros, sem uma desvalorização cambial significativa. Por outro lado, o cenário B evidencia que a queda de juros será mais demorada e menos intensa do que era esperado, o que nos fez revisar nossa projeção de taxa de juros Selic de 9,75% a.a. para 10,75% a.a. no final de 2023. Esse cenário é condizente com uma projeção de inflação de 5,6% em 2022, 4,8% em 2023, e 3.1% em 2024.

Brasil – Navegando por Águas Perigosas: O Risco do Retrocesso no Juro Neutro

Nos últimos dois anos, as discussões sobre a elevação da taxa de juros neutra⁴ ganhou força e dada a possível guinada do futuro governo para uma política fiscal indutora do crescimento, inclusive, com a possibilidade da volta do protagonismo dos bancos públicos, esse tema retornará aos holofotes.

O Questionário Pré-Copom (QPC), realizado às vésperas das reuniões, traz a percepção das instituições participantes do Focus sobre diversos assuntos. De acordo com o QPC de agosto de 2021, a mediana das estimativas dos agentes estava em 3,0% para a taxa de juros real neutra em todo o horizonte. Por sua vez, no questionário de dezembro do mesmo ano, realizado após a aprovação da chamada PEC dos Precatórios, essa estimativa já tinha avançado para 4,0%. No último QPC de 2022, a mediana voltou a subir para ao redor de 4,50%. Na mesma direção, a própria autoridade monetária revisou suas estimativas para a taxa de juros neutra de 3,0% para 4,0%.

4 - De acordo com Woodford (2003), a taxa de juros real de equilíbrio (geralmente, os termos juro neutro, estrutural e de equilíbrio são utilizados como sinônimos) é aquela que mantém a demanda agregada igual ao produto potencial em todo o horizonte. Ao mesmo tempo, sob a ótica da taxa de juros natural Wisckselliana, é a taxa de equilíbrio dos retornos no caso de preços totalmente flexíveis.

Não realizamos distribuição de cotas. Para investir em nossos fundos, contate um distribuidor autorizado. O conteúdo deste documento não representa aconselhamento de investimento. 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 podem estar autorizados a realizar aplicações em ativos negociados no exterior. Os fundos da Clave podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, sujeitando-se aos riscos daí decorrentes. Os fundos da Clave 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 terão o tratamento tributário para fundos de longo prazo. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos e Taxa de Saída. Trata-se de material de divulgação cujas informações são de caráter exclusivamente informativo. Fonte dos índices de referência: www.b3.com.br/pt_br. Leia a lâmina de informações essenciais e o regulamento antes de investir. Esses documentos podem ser consultados no seguinte endereço eletrônico: http://www.intrag.com.br/intrag-pt/pesquisa/Ouvidoria_Corporativa_Itai (0800 570 0011), em dias úteis, das 9 às 18 horas, Caixa Postal 67.600, CEP 03162-971. Deficientes auditivos ou de fala, dias úteis, das 9 às 18 horas, 0800 722 1722. Supervisão e Fiscalização: Comissão de Valores Mobiliários - CVM. Serviço de Atendimento ao cidadão em www.cvm.gov.br.

CENÁRIO LOCAL

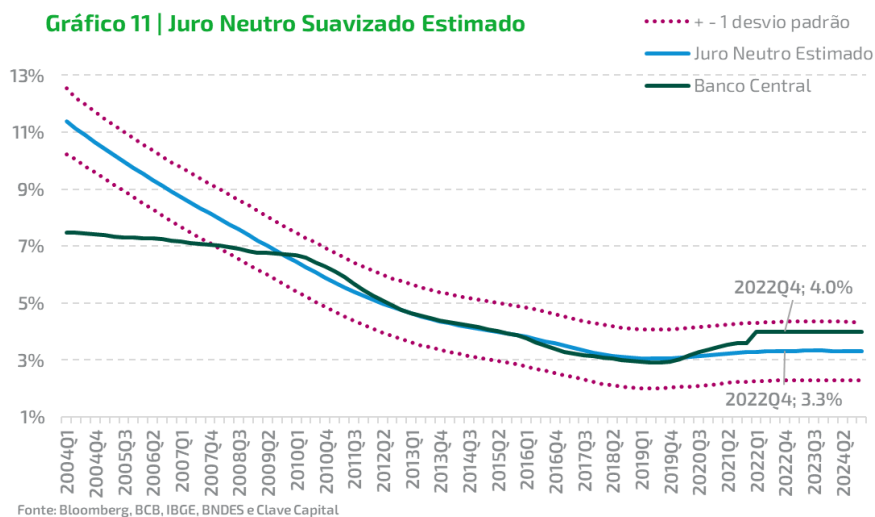
É possível notar que as alterações na taxa neutra percebida nos últimos dois anos, tanto pelo mercado quanto pela autoridade monetária, parecem ter uma correlação forte com as mudanças na direção da política fiscal. Voltando ao QPC de dezembro de 2021, foi perguntado por qual razão a estimativa do juro neutro se alterou, e dentro das respostas, 93% atribuíram “mudanças na condução da política fiscal”, como um dos motivos. Dada a relevância do assunto, procuramos estimar a taxa de juros natural brasileira, com enfoque principalmente nas variáveis fiscais.

Antes de prosseguir, é importante destacar a dificuldade na estimação dessa variável não-observável e a possibilidade de ser estimada por diversas metodologias. Dentre as mais conhecidas, podemos citar: Filtro HP, Regra de Taylor Dinâmica e Modelo de Equilíbrio Geral. Um dos métodos que mais se popularizaram nos últimos anos é o apresentado por Laubach e Williams (2003); porém, suas estimativas são muito voláteis para o Brasil, variando de cerca de 2,0% durante o pico da Covid para 5,6%, recentemente. Ademais, essa metodologia não trabalha com variáveis fiscais e parafiscais – foco atual. Sendo assim, nosso estudo parte de Goldfajn e Bicalho (2011) que introduzem algumas variáveis relacionadas à política fiscal, como dívida pública e prêmio de risco, por exemplo.

Nosso modelo tenta explicar a taxa de juros real *ex-ante* através da dívida pública, dos desembolsos do BNDES, de uma medida de prêmio de risco (aqui o CDS de cinco anos) e da taxa de juros neutra real estimada para os EUA⁵. Essa última variável para tentar capturar a tendência das taxas de juros globais, conforme citado na literatura internacional.

Partindo desse modelo, estimamos a taxa de juro neutra da economia brasileira até o 3º trimestre de 2022 e chegamos a um resultado abaixo do que está implícito nos números da pesquisa Focus. Em linha com os estudos acadêmicos sobre o tema, observamos uma tendência de redução até 2019 na direção de 3,0%, voltando a subir marginalmente nos últimos anos e atingindo 3,3% recentemente.

Apesar da piora da dívida pública desde 2015, a manutenção dos juros neutros globais em patamar baixo, a persistência do CDS em nível inferior ao observado em momentos de crise (2008 e 2015) e, principalmente, a redução da participação do BNDES no mercado de crédito, contribuíram para manter a taxa de juros neutra em patamar baixo, conforme Gráfico 11. Mais uma razão para acreditarmos que a barra é bem alta para novas altas de juros.



5 - Estimativas baseadas em Holston, Laubach and Williams (2017).

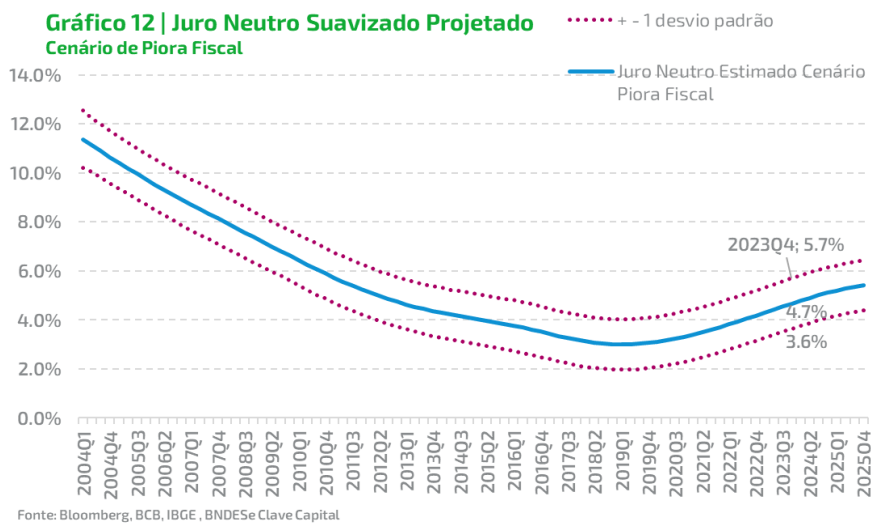
CENÁRIO LOCAL

Considerando as sinalizações do governo eleito e a possibilidade de caminharmos na direção fiscal e parafiscal observada entre 2011-2015, simulamos um cenário de piora adicional a fim de saber qual seria a resultante no juro neutro.

Já atualizada pela PEC aprovada recentemente, supomos que a dívida avance do atual patamar de 77% do PIB para 87% no final de 2026. Adicionalmente, partimos das hipóteses:

- i) Crescimento da carteira de crédito do BNDES nas mesmas taxas observadas entre 2011 e 2015;
- ii) Piora da percepção fiscal e aumento do prêmio de risco, com o CDS saindo de um patamar de 250 pontos para 350 pontos (média observada entre 2015 e meados de 2016);
- iii) Estabilidade do juro neutro norte-americano.

É importante destacar que procuramos utilizar hipóteses estressadas que não são o nosso cenário base, ou seja, não acreditamos que o governo irá trabalhar com uma ampliação da participação do BNDES nos moldes observados no passado, mas entendemos que o risco é nessa direção. O Gráfico 12 mostra os resultados do exercício, com a taxa de juros neutra subindo para 5,0% no horizonte de dois anos e 6,0% no longo prazo.



Assumindo a convergência da dívida/PIB em 80%, com um juro real de equilíbrio de 6% (resultado da simulação) e PIB potencial de 2%, o país deveria gerar superavit primário recorrente de aproximadamente 3% do PIB para manter a dívida estável – um delta de aproximadamente +4.50% do PIB dado que o primário estrutural hoje é em torno de -1.50% do PIB. A pouca propensão do novo governo em cortar gastos e a já alta carga tributária do Brasil (uma das maiores do mundo), tornam esse patamar de juro real de equilíbrio e, consequentemente, de superavit primário recorrente, incompatíveis com o equilíbrio macroeconômico do país. Esse exercício deveria servir para explicitar os limites dessa dicotomia entre as políticas fiscais / parafiscais e a política monetária.

INTERNACIONAL | TEMAS DE INVESTIMENTO

Apesar da forte desaceleração econômica contratada para 2023 e os riscos importantes de uma recessão global, o nosso viés para os ativos de risco de maneira geral é cautelosamente otimista, principalmente por entendermos que já passamos do pico em *rates* e do USD global forte. Após aproximadamente 500 bps de altas do FED (considerando a precificação atual) e os efeitos defasados ainda por vir de todo o aperto das condições financeiras dos últimos 12 meses, a inflação mostra os primeiros sinais de arrefecimento. Nessa conjuntura, o fim do ciclo de alta do FED parece próximo e o tema *peak rates* ganha força. Além disso, a reabertura econômica chinesa somada aos *valuations* esticados nos sugerem que o USD global possa ter feito pico.

Seguem os principais temas que temos explorado no portfólio global:

Ambiente Global – Desaceleração, desinflação e dessincronização

Após um período de substancial aperto das condições financeiras em que os principais Bancos Centrais desenvolvidos e emergentes, com exceção do BOJ e PBOC, estavam prioritariamente combatendo processos inflacionários, entramos em uma fase com maior dispersão na atuação das autoridades monetárias em função dos diferentes graus de desaceleração econômica, desinflação e de políticas fiscais.

Nesse contexto, em geral temos 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 contundente.

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 emergentes, estamos com posições tomadas no Chile e Polônia e aplicadas na África do Sul.

USD Global

A desaceleração no ritmo de aumento do juro norte-americano e, portanto, a maior proximidade do final do ciclo do FED, enfraqueceu o dólar no final do trimestre, apesar do mercado de trabalho ainda apresentar poucos sinais de desaceleração. Sob a dimensão de *valuation*, ainda acreditamos que a moeda americana esteja sobrevalorizada em termos reais, mas a continuidade deste movimento também dependerá da sustentabilidade da recuperação econômica chinesa, da força da economia europeia frente ao aperto do ECB em curso e da política monetária japonesa que será implementada pelo próximo presidente do BOJ.

Tivemos posições vendidas em dólar ao longo do trimestre contra o Yen e moedas cíclicas do G10, mas decidimos reduzir taticamente dada a magnitude e principalmente a velocidade do movimento recente.

INTERNACIONAL | TEMAS DE INVESTIMENTO

China – Reabertura/Recuperação Cíclica

Apesar da interrupção abrupta e aparentemente desordenada da política de Zero-Covid por parte do governo chinês, acreditamos que este processo de reabertura é irreversível, mesmo diante da deterioração dos números da doença em termos de hospitalizações e mortes.

Além disso, a implementação de medidas contundentes para resgatar o setor imobiliário impulsionaram as ações e títulos de dívida das empresas de construção, trazendo otimismo para os investidores.

Com isso, estamos comprados na bolsa da China e no índice de países emergentes, versus o S&P500. Adicionalmente temos posição comprada no petróleo, que deve se beneficiar da maior mobilidade chinesa, além de ter o suporte da recomposição do estoque estratégico pelos Estados Unidos. Por fim, temos posição comprada no THB apostando no maior fluxo de turismo chinês para a Tailândia.

BRASIL | TEMAS DE INVESTIMENTO

Depois de passar boa parte do 4º tri de 2022 liquidamente comprados em Brasil, praticamente zeramos as posições direcionais após o resultado das eleições. Esperávamos um maior pragmatismo com relação às sinalizações e indicações das diretrizes de política econômica, o que até aqui ainda não ocorreu.

Antes do 2º turno, estávamos comprados numa carteira de ações brasileiras (primordialmente ligadas ao setor doméstico e ao setor financeiro) e comprados no BRL. Nosso “passivo” era de tamanho menor e concentrado em posições de inclinação da curva de juros nominal. Nossa visão era de que a Bolsa e o BRL tinham uma relação Risco x Retorno bem superior à renda fixa, que precisava ao redor de 400 bps de corte de juros a partir do início de 2023. Após a melhora dos mercados nos primeiros dias depois do 2º turno das eleições, zeramos as posições compradas em Bolsa e BRL e mantivemos as apostas numa curva de juros menos invertida.

Com o subsequente *de-rating* dos ativos brasileiros e a grande *underperformance* da renda fixa após as primeiras sinalizações de política econômica do novo governo, nossa percepção de assimetria relativa entre os ativos se alterou de forma significativa. Com a abertura de quase 250 bps nas taxas de juros nominais em poucos dias, FRAs de 15% a.a na parte curta da curva e quase 14% a.a na perpetuidade, a renda fixa deixou de ser um passivo claro para o portfólio, e passou a ser um dos melhores ativos. Dessa forma, zeramos as posições de inclinação de curva de juros e aplicamos taticamente taxas pré-fixadas na parte curta da curva, casadas com posições vendidas em Bolsa e em BRL - praticamente o inverso do que tínhamos pré-eleição. Entramos no que chamamos de “dominância da renda fixa”: com 15% de juro nominal e 6.50% de juro real na perpetuidade, o *valuation* de qualquer outro ativo fica comprometido.

Para frente, a despeito das visões ainda prevaletentes de um *buffer* de *valuation* importante, e a de que o país está potencialmente muito bem-posicionado para a nova realidade global, estamos mais preocupados com a sustentabilidade fiscal de médio prazo, como exposto na parte de cenário.

Temos o desafio de balancear variáveis em direções opostas: de um lado preços já bastante descontados para padrões históricos e um posicionamento técnico favorável (com bastante espaço para alocações marginais em ativos brasileiros). Do outro lado, um fiscal estruturalmente mais desafiador caso as políticas de fato adotadas sejam na linha do que vem sendo ventilado. Nesse caso, os prêmios de risco dos diversos ativos deveriam ser estruturalmente maiores.

BRL

Temos usado taticamente posições compradas em USDBRL como “passivo” para posições aplicadas em juros. Como mencionado na parte de cenário, ainda não acreditamos em alta de juros, a menos que o BRL se desvalorize significativamente.

Juros Brasil

Zeramos as posições aplicadas taticamente, mas acreditamos que seguimos no cenário de “dominância da renda fixa”. Dado o que está precificado na curva de juros e o momento do ciclo econômico, temos uma preferência por seguir buscando posições que se beneficiem de “exageros” na renda fixa.

Bolsa

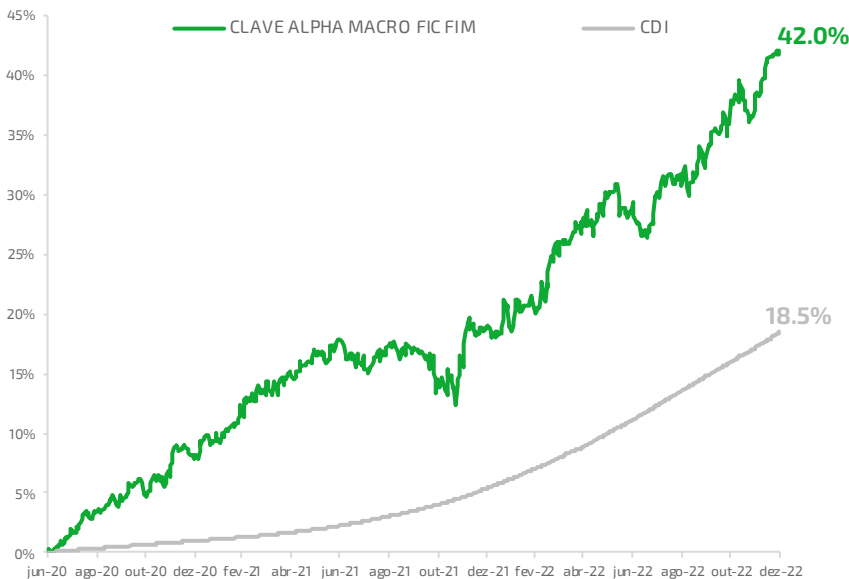
Zeramos a posição líquida vendida com o *de-rating* recente, e estamos gradativamente aumentando o *gross exposure*. Acreditamos que num ambiente de maior volatilidade de prêmio de risco e interferência estatal na economia, estratégias de *long & short* tem o potencial de gerar *alpha* importante para o portfólio.

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 30/12/2022.

INDICADORES¹

RENTABILIDADE DESDE O INÍCIO (FUNDO)	41.99%
RENTABILIDADE DESDE O INÍCIO (CDI)	18.47%
RENTABILIDADE EM 12 MESES (FUNDO)	19.43%
RENTABILIDADE EM 12 MESES (CDI)	12.37%
VOLATILIDADE ANUALIZADA	6.60%
SHARPE	1.22
NÚMERO DE MESES POSITIVOS	24
NÚMERO DE MESES NEGATIVOS	6
MAIOR RENTABILIDADE MENSAL	3.76%
MENOR RENTABILIDADE MENSAL	-2.25%
PATRIMÔNIO LÍQUIDO ATUAL (R\$MI)	284.7
PATRIMÔNIO MÉDIO EM 12 MESES (R\$MI)	282.3
PATRIMÔNIO LÍQUIDO DA ESTRATÉGIA (R\$MI)	5,216.0

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%

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 30/12/2022.

INFORMAÇÕES GERAIS

Data de Início

30/06/2020

Status

Fechado para aplicações

Classificação / Código Anbima

Multimercado Macro / 540285

Público Alvo

Investidores em geral

Aplicação Inicial Mínima

R\$ 500,00

Movimentação Mínima

R\$ 100,00

Saldo Mínimo

R\$ 100,00

Horário

9h00 às 15h

Cota de Aplicação

D+1 até às 15h

Cota de Resgate

D+30

Liquidação do resgate

1º dia útil após cotização

Dados Bancários

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

Taxa de Administração

2.00% (incluindo a taxa do fundo Master)

Taxa de Performance

20% do que exceder 100% do CDI (Semestral)

Taxa de Saída

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

Tributação

O fundo perseguirá o tratamento de longo prazo.

Gestor

Clave Capital

Administrador

Intrag DTVM Ltda.

Custodiante

Itaú Unibanco S.A.

Auditoria

Deloitte Touche
Tohatsu

Em 30 de junho de 2021, houve a mudança da gestão do Clave Alpha Macro FIC FIM ("Fundo"), passando a Clave Gestora de Recursos Ltda. ("Clave Capital") a ser a gestora responsável pelo Fundo, com a consequente alteração de sua denominação. As informações contidas neste material de divulgação ("Material") têm caráter exclusivamente informativo e não constituem qualquer tipo de aconselhamento, consultoria, análise ou oferta de valores mobiliários, não devendo, portanto, ser utilizados com este propósito. A Clave Capital não realiza distribuição de cotas. Para investir em nossos fundos, contate um distribuidor autorizado. OS INVESTIMENTOS EM FUNDOS NÃO SÃO GARANTIDOS PELO ADMINISTRADOR, PELO GESTOR OU POR QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU, AINDA, PELO FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO - FGC. A RENTABILIDADE OBTIDA NO PASSADO NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RESULTADOS FUTUROS. Os fundos da Clave Capital podem utilizar estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento; tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo dos fundos. Não há garantia de que os fundos da Clave Capital terão o tratamento tributário para fundos de longo prazo. A RENTABILIDADE DIVULGADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS E TAXA DE SAÍDA. Recomendamos a análise mínima de 12 (doze) meses para a avaliação de performance de fundos de investimento. Fonte dos índices de referência: www.b3.com.br/pt_br. LEIA A LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS E O REGULAMENTO ANTES DE TOMAR SUA DECISÃO DE INVESTIMENTO, ESPECIALMENTE A SEÇÃO RELATIVA AOS FATORES DE RISCO, E CONSULTE SEUS PRÓPRIOS ASSESSORES JURÍDICOS E/OU FINANCEIROS. Esses documentos podem ser consultados no seguinte endereço eletrônico: <http://www.intrag.com.br/intrag-pt/pesquisa/Ouvidoria> Corporativa Itaú (0800 570 0011), em dias úteis, das 9 às 18 horas, Caixa Postal 67.600, CEP 03162-971. Deficientes auditivos ou de fala, dias úteis, das 9 às 18 horas, 0800 722 1722. Supervisão e Fiscalização: Comissão de Valores Mobiliários - CVM. Serviço de Atendimento ao cidadão em www.cvm.gov.br. MAIORES INFORMAÇÕES SOBRE A CLAVE CAPITAL ESTÃO DISPONÍVEIS NO SITE: www.clavecapital.com.br.



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

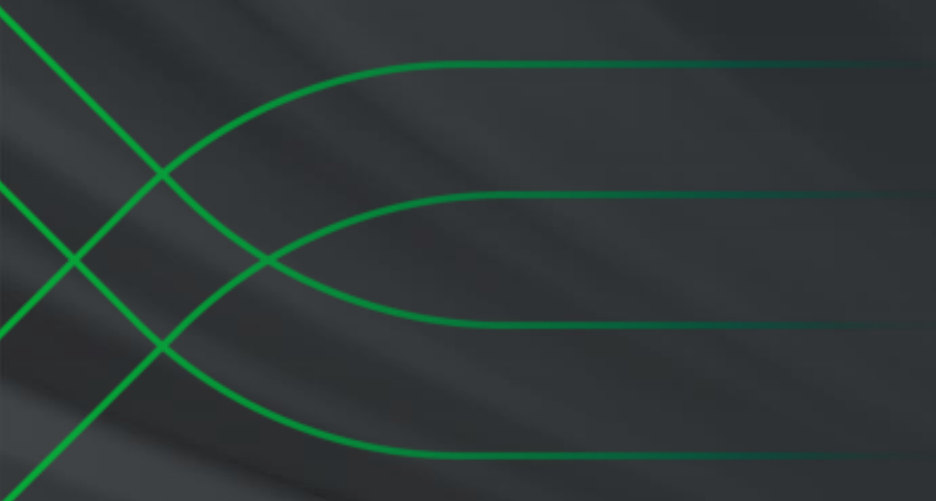
Tel: 55 11 3181-2312

[/clavecapital](https://www.clavecapital.com.br)

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

www.clavecapital.com.br

Clave Capital



Clave



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