



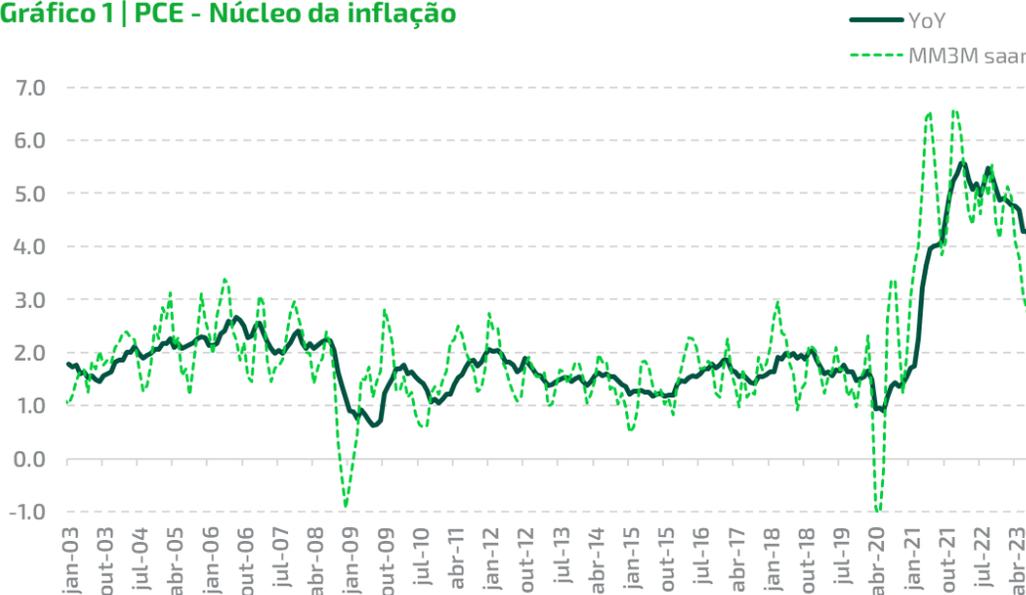
**CARTA TRIMESTRAL
MULTIMERCADO MACRO
3° TRIMESTRE 2023**

CENÁRIO INTERNACIONAL

EUA – Desinflação e *soft landing* da atividade seguem como cenário base

O nosso cenário de desinflação, amplamente abordado em cartas anteriores, vem se confirmando ao longo dos últimos meses, conforme pode ser visto no Gráfico 1. Os preços de bens industriais começaram a arrefecer com a normalização das cadeias de produção, enquanto na parte de serviços o rebalanceamento entre demanda e oferta no mercado de trabalho e a inércia da rápida desinflação do índice geral de preços também tem contribuído para a queda dos núcleos.

Gráfico 1 | PCE - Núcleo da inflação



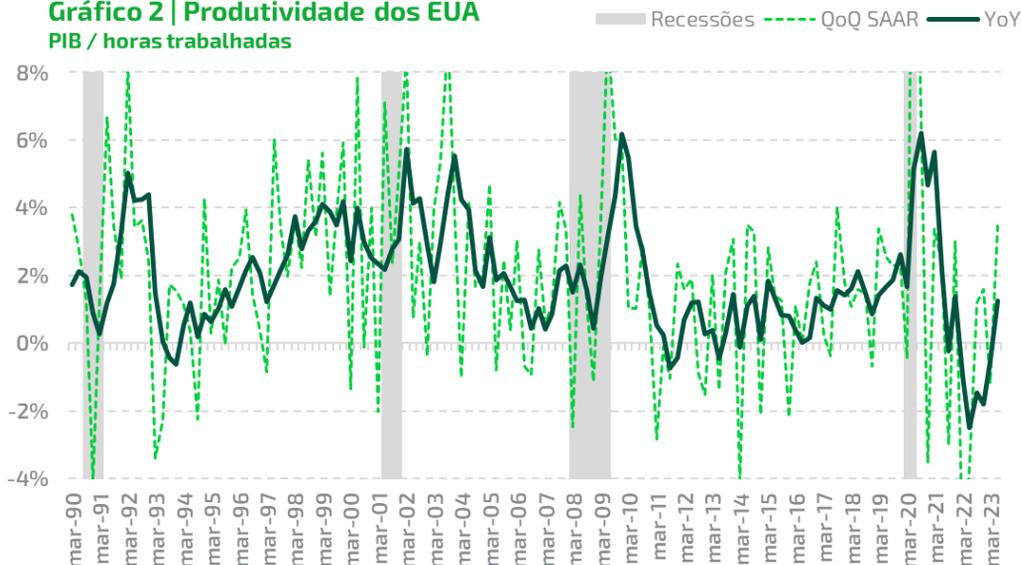
Fonte: Bloomberg e Clave Capital

Prospectivamente, o aumento do hiato do produto e a desaceleração contratada dos aluguéis contribuirão para o arrefecimento adicional dos núcleos para patamares mais próximos à meta.

Pelo lado da atividade, a resiliência nos últimos trimestres foi maior do que esperávamos. A combinação do *pent up demand* no setor de serviços com a utilização do excesso de poupança da pandemia e os estímulos fiscais do Biden (“Acts”) tiveram efeitos mais fortes do que prevíamos. Além disso, o aumento da produtividade, revertendo a queda abrupta do pós-COVID, reforçou a aceleração do PIB, como pode ser visto no Gráfico 2.

CENÁRIO INTERNACIONAL

Gráfico 2 | Produtividade dos EUA
PIB / horas trabalhadas



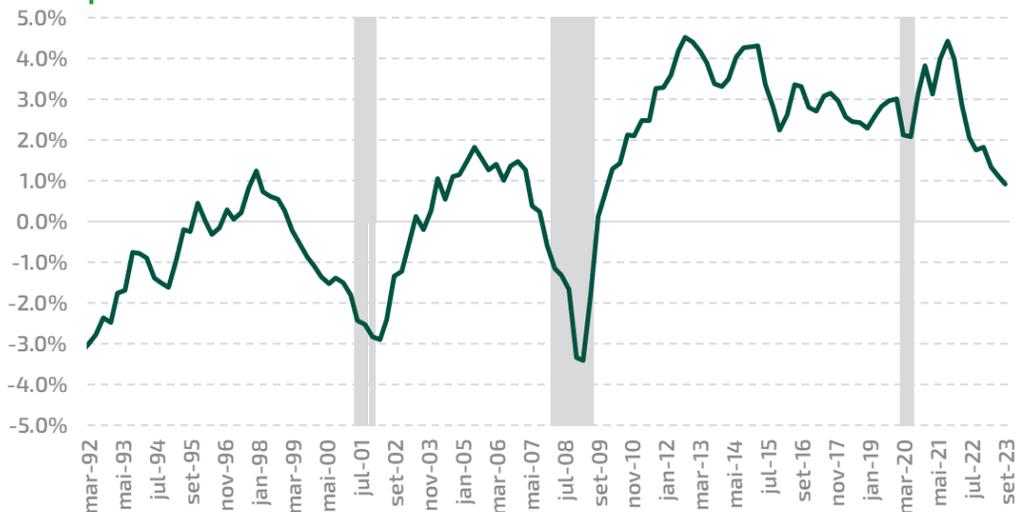
Fonte: Bloomberg e Clave Capital

Ao analisarmos esses fatores que contribuíram positivamente para a atividade até agora e os fundamentos econômicos, acreditamos na desaceleração mais aguda da atividade a partir do quarto trimestre deste ano. Em destaque:

- i) O consumo de serviços já fez o *catch up* e está próximo da tendência pré-COVID. As contratações do setor mostram desaceleração, corroborada pela diminuição das vagas em aberto, e os serviços temporários (*leading* para o mercado de trabalho) contraem há 7 meses;
- ii) O impulso fiscal voltará a ser negativo e de acordo com as nossas estimativas, o excesso de poupança ainda presente está concentrado nas famílias de alta renda, com menor propensão marginal ao consumo. O aumento da inadimplência em segmentos mais arriscados, como cartão de crédito por exemplo, aponta nessa direção;
- iii) O aperto expressivo das condições de crédito e a diminuição da capacidade das empresas em gerar retorno sobre o capital investido (*RoIC*) tornam o cenário ainda mais desafiador para o investimento privado. O Gráfico 3 evidencia a queda no spread entre o *RoIC* e a taxa de captação das empresas nos últimos trimestres;

CENÁRIO INTERNACIONAL

Gráfico 3 | *Spread* entre o RoIC e a taxa de captação das empresas



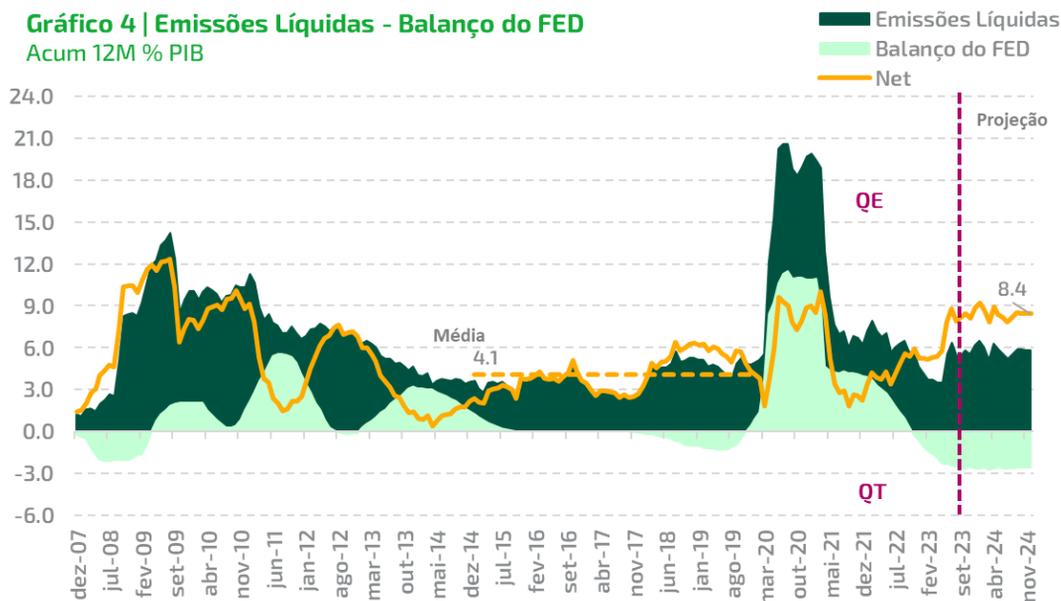
Fonte: Bloomberg e Clave Capital

iv) As condições financeiras restritivas e os efeitos defasados da política monetária. A resiliência da atividade tem levantado discussões sobre a perda de potência da política monetária, após o aumento de 525 bps dos juros. Acreditamos ser prematura essa conclusão. A teoria econômica e a análise empírica mostram que a política monetária atua com defasagens e seus efeitos mais pronunciados ocorrem entre 12 e 24 meses. Os juros reais *forward* se tornaram restritivos somente no Q4-2022 e sendo assim, seus efeitos deverão ser mais evidentes a partir do trimestre corrente. Outro fator que demonstra a efetividade desse aperto é a necessidade de liquidez do sistema financeiro, sobretudo dos bancos regionais. A contínua utilização do instrumento de ajuda criado pelo FED expõe a fragilidade desses bancos e impede a transmissão mais tempestiva da política monetária. O balanço saudável das famílias e empresas não financeiras que se beneficiaram do período de repressão financeira (ao alongar com taxas mais baixas os seus passivos) podem ter tornado esse *lag* um pouco maior. Entretanto, as rolagens dessas dívidas corporativas se tornarão relevantes a partir de 2024;

v) A insustentabilidade da trajetória fiscal com déficits crescentes têm aumentado consideravelmente as emissões do governo, o que somado ao *quantitative tightening* (QT) pelo FED, mais do que dobrou as emissões líquidas de dívida com relação ao padrão pré-COVID, como pode ser visto no Gráfico 4. A consequência tem sido maior prêmio de risco, pressionando as taxas longas, o que contribui para apertar ainda mais as condições financeiras.

CENÁRIO INTERNACIONAL

Gráfico 4 | Emissões Líquidas - Balanço do FED
Acum 12M % PIB



Fonte: Treasury Dpt, CBO e Clave Capital

No curto prazo, outros elementos adicionam riscos baixistas para o consumo e para os investimentos, como: o reinício do pagamento do *student loans*; a greve das montadoras; o provável *shutdown* do governo; e o choque de energia com a alta do preço do petróleo. Ainda não é possível estimar de forma assertiva os impactos desses eventos, mas somados poderão reduzir em aproximadamente 1% o PIB do Q4.

Nesse contexto, o cenário de *soft landing* segue como o mais provável, mas o balanço de riscos é negativo e não descartamos uma desaceleração mais rápida da atividade.

Quanto ao FED, mantivemos a visão expressada na última carta trimestral: fim do ciclo de alta e início dos cortes ao longo de 2024.

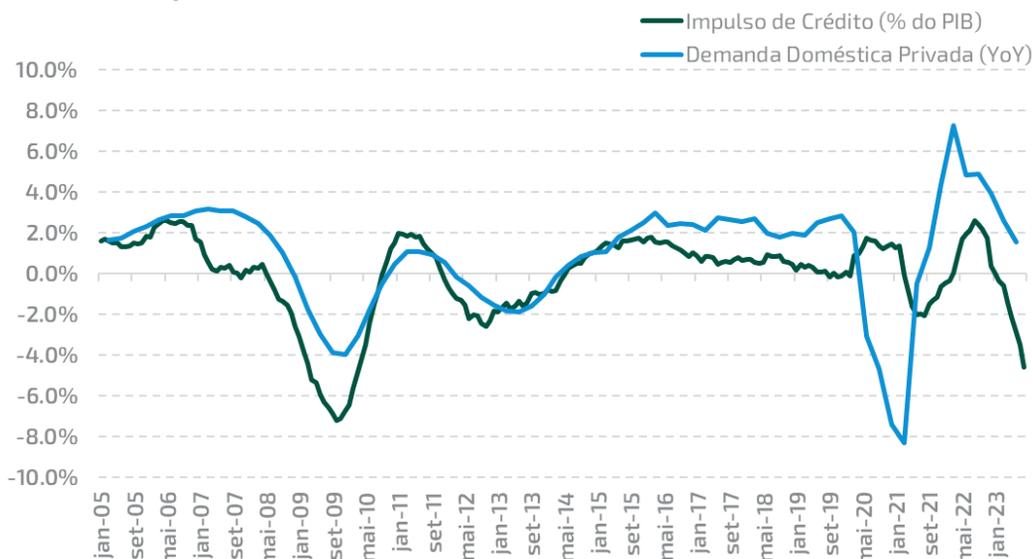
Europa – Estagflação

A atividade europeia continua surpreendendo negativamente. A demanda doméstica privada segue estagnada desde o Q3/22 e os indicadores antecedentes (*PMIs* e confiança do consumidor) apontam para contração à frente. A desaceleração da demanda externa, sobretudo da China, somada ao rápido aperto das condições financeiras e ao impulso fiscal contracionista, são vetores negativos importantes para o cenário prospectivo.

Um ponto pouco explorado nas discussões sobre as razões da *underperformance* da atividade é que, diferentemente dos EUA, há uma acelerada transmissão e maior potência da política monetária. Na Europa o crédito bancário é a principal fonte de financiamento da economia e a queda abrupta nas concessões demonstra os efeitos do aperto em curso. O impulso de crédito está mais negativo do que na crise de 2012 e indica contração do consumo e investimento privado à frente, como pode ser visto no Gráfico 5. Além disso, o mercado de trabalho que se mostrava resiliente começa a dar sinais de perda de momento.

CENÁRIO INTERNACIONAL

Gráfico 5 | Impulso de Crédito vs. Demanda Doméstica



Fonte: Bloomberg e Clave Capital

Pelo lado da inflação, a desaceleração tem sido lenta e as medidas de núcleos seguem pressionadas. Os choques nos preços de energia e alimentos ocasionados pela Guerra e o *pass-through* para os outros itens da cesta de consumo tornaram o processo desinflacionário da região mais atrasado em relação aos outros países desenvolvidos. Além disso, as expectativas de inflação não estão ancoradas. Acreditamos que a abertura significativa do hiato do produto à frente e o realinhamento entre oferta e demanda da economia contribuirão para a convergência da inflação para a meta.

Essa conjuntura estagflacionária torna a condução da política monetária mais desafiadora. Com os juros já claramente restritivos e a transmissão desse aperto ocorrendo de forma mais acelerada que o esperado, o ECB implicitamente em seu último comunicado e nas projeções de inflação indicou o fim do ciclo de alta. Se por um lado os membros mais *dovish* atribuem maior peso para a deterioração do balanço de risco da atividade, por outro, os *hawks* mais preocupados com a inflação querem restringir adicionalmente as condições financeiras. O “equilíbrio” entre eles possivelmente será na direção de uma redução mais rápida no balanço, com o aumento do QT.

No médio prazo, a combinação da desaceleração ou contração da atividade com juros elevados e menor participação do ECB na dívida dos países periféricos configuram risco adicional (político e fiscal) para a zona do euro.

China – Estabilização cíclica

Em nossa última carta abordamos extensivamente os problemas cíclicos e estruturais da economia chinesa, e reforçamos que o *reopening* em curso não era suficiente para contrapor os efeitos agregados da abrupta contração do setor de *housing*. Dessa forma, mais estímulos do governo eram fundamentais para estabilizar a atividade. Nos últimos meses, a maior sensibilidade do governo à desaceleração econômica acarretou uma série de medidas pontuais para suportar o crescimento. A Tabela 1 resume as principais mudanças até o momento e, na nossa avaliação, mais estímulos, principalmente fiscais, serão necessários para o cumprimento da meta de crescimento ao redor de 5,0% em 2023.

CENÁRIO INTERNACIONAL

Tabela 1

Medidas de estímulos na China desde julho

Natureza do Estímulo	Data	Medidas
Monetário	20-ago	Corte de 10bps nas taxas de 1 ano
	14-set	Corte de 25bps no RRR (<i>Reserve Requirement Ratio</i>)
Fiscal	2-ago	Isenção de alguns impostos para as SMEs (<i>Small and medium-sized enterprises</i>)
	31-ago	Redução no IR para pessoa física
Setor Imobiliário	21-jul	Orientação para <i>Urban Village Renovation</i> nas grandes cidades
	25-ago	Permissão para as grandes cidades afrouxarem a classificação dos "first-home buyers"
	31-ago	Redução da taxa mínima de mortgages para a compra da segunda casa
	31-ago	Redução no down payment ratio
	31-ago	Redução nas taxas do estoque de mortgages (<i>first-home</i>)

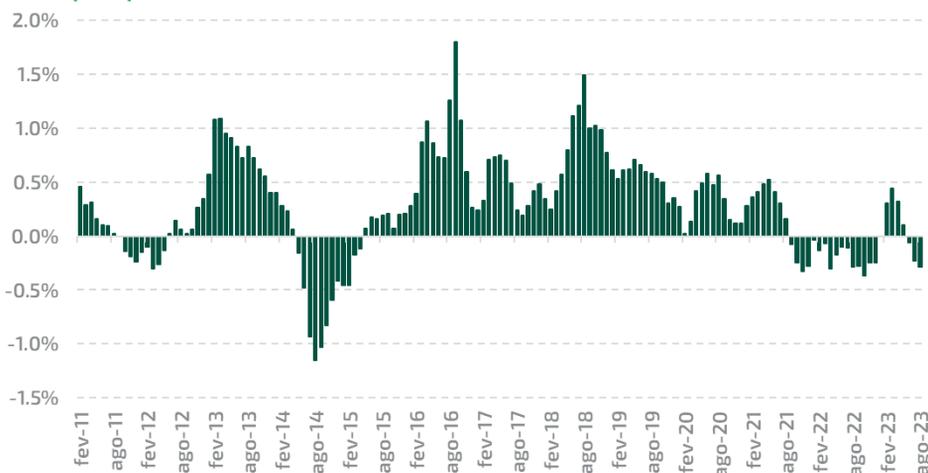
Fonte: Clave Capital

O efeito marginal de estímulos monetários e corte de juros numa economia alavancada, com taxas próximas às mínimas históricas e com sinais de *Liquidity Trap*, é baixo. Pelo lado fiscal e imobiliário, as reduções da taxa sobre o estoque de *mortgages* e de alguns impostos poderão aumentar a renda das famílias em 0,6% do PIB. Entretanto, a confiança em patamar deprimido e a dinâmica do crédito sugerem que o multiplicador fiscal poderá ser baixo.

A sinalização do governo de que mais medidas estão a caminho, somada às já implementadas, parecem endereçar os desafios cíclicos de curto prazo e estabilizarão a economia nos próximos meses. No entanto, o balanço de riscos segue negativo. Apesar dos incentivos ao setor imobiliário, as vendas de casas não mostram reação, especialmente fora do eixo das *Tier 1 cities*, que são propulsoras do crescimento do setor. Como discutido em cartas anteriores, sem o aumento nas vendas as construtoras seguirão financeiramente estranguladas e as receitas dos governos locais comprometidas acarretando em menos investimentos e, conseqüentemente, menor crescimento.

Um risco adicional desse ciclo vicioso do setor é uma possível queda mais acentuada nos preços das casas, conforme Gráfico 6. Nesse caso, devido ao elevado endividamento do setor privado, uma queda nos preços poderia configurar o cenário de *balance sheet recession* com desdobramentos perversos para a economia e para os ativos de risco.

Gráfico 6 | Preços de novas casas
70 principais cidades da China - MoM



Fonte: Bloomberg e Clave Capital

CENÁRIO INTERNACIONAL

Acreditamos que após anos e anos de intervenções e estímulos do governo, o elevado endividamento, somado à má alocação dos recursos e retornos decrescentes do capital, tornam essa recuperação da atividade temporária. Passados os efeitos dessas medidas, os vetores estruturais serão novamente preponderantes.

No médio prazo, o envelhecimento populacional, a demografia desfavorável, o pico da urbanização e o elevado endividamento serão vetores bem negativos para a atividade. A necessidade inevitável de mudança na matriz do crescimento para mais consumo e menos investimentos implicará em crescimento estrutural mais baixo e com consequências importantes para a demanda de commodities metálicas. Além disso, defrontar as razões que explicam o problema crônico do elevado nível de poupança e a desconfiança do setor privado após os exageros intervencionistas do governo nos últimos anos é fundamental.

CENÁRIO LOCAL

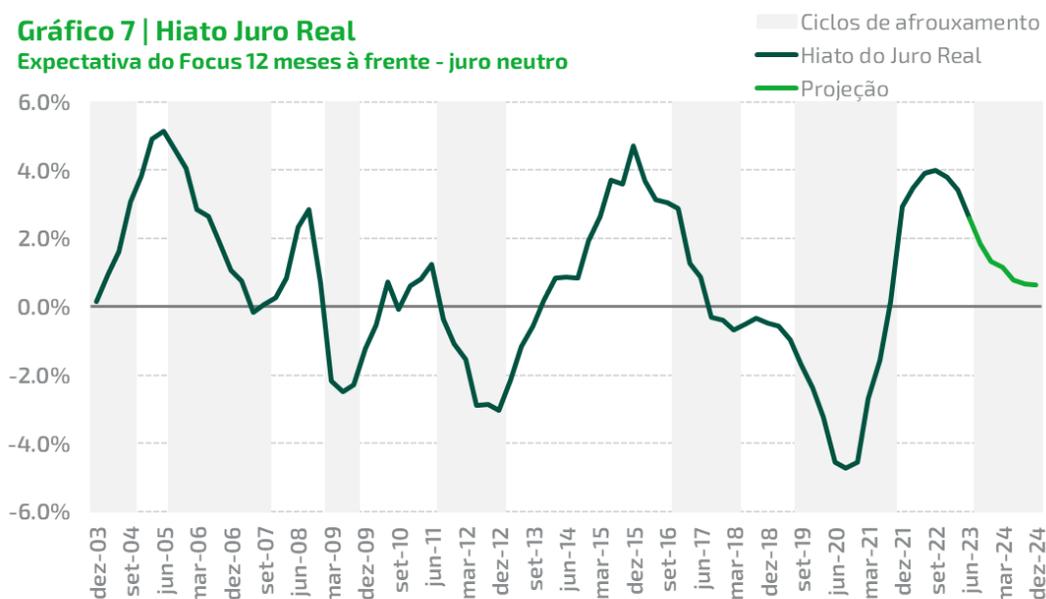
Brasil – Demanda ainda resiliente, mas com o cenário de desinflação se confirmando

O PIB do segundo trimestre surpreendeu positivamente, mais uma vez, registrando uma sólida alta de 0,9%. Diferentemente do primeiro trimestre, no qual a surpresa ficou concentrada na agropecuária, a grande surpresa no trimestre passado foi no consumo das famílias, que apresentou uma variação de 0,9% - oitavo trimestre consecutivo de crescimento. Além da variação acima do esperado, também houve uma revisão altista nesse componente no primeiro trimestre, que passou de 0,2% para 0,7%, o que alterou, em parte, nossa interpretação sobre o estado atual da economia. Se anteriormente, a desaceleração parecia nítida, agora, após as revisões, a economia se mostra mais resiliente do que imaginávamos e em linha com os dados do mercado de trabalho.

Prospectivamente, permanecemos com o cenário de arrefecimento da atividade econômica. O mercado de trabalho apresentará piora ao longo dos próximos meses, com uma menor geração de empregos e desaceleração dos salários, em decorrência dos efeitos defasados da política monetária. A despeito da melhora na renda, o consumidor ainda enfrenta altos níveis de endividamento e um comprometimento para pagamento de dívidas no máximo da série histórica. Essa conjuntura poderá levar a uma redução das concessões de crédito, o que também impactará o consumo.

Adicionalmente, o forte impulso fiscal injetado este ano (manutenção do Bolsa Família em R\$600,00, o reajuste do salário-mínimo e do funcionalismo acima da inflação) deve ser revertido, contribuindo negativamente para a atividade em 2024. Pelo lado monetário, a permanência dos juros em território restritivo até o final de 2024, de acordo com a pesquisa Focus, também será um vetor contracionista para a economia, como pode ser visto no Gráfico 7. Sendo assim, não descartamos uma desaceleração mais expressiva ao longo do próximo ano, devido à combinação do impulso fiscal negativo e política monetária restritiva.

Gráfico 7 | Hiato Juro Real
Expectativa do Focus 12 meses à frente - juro neutro



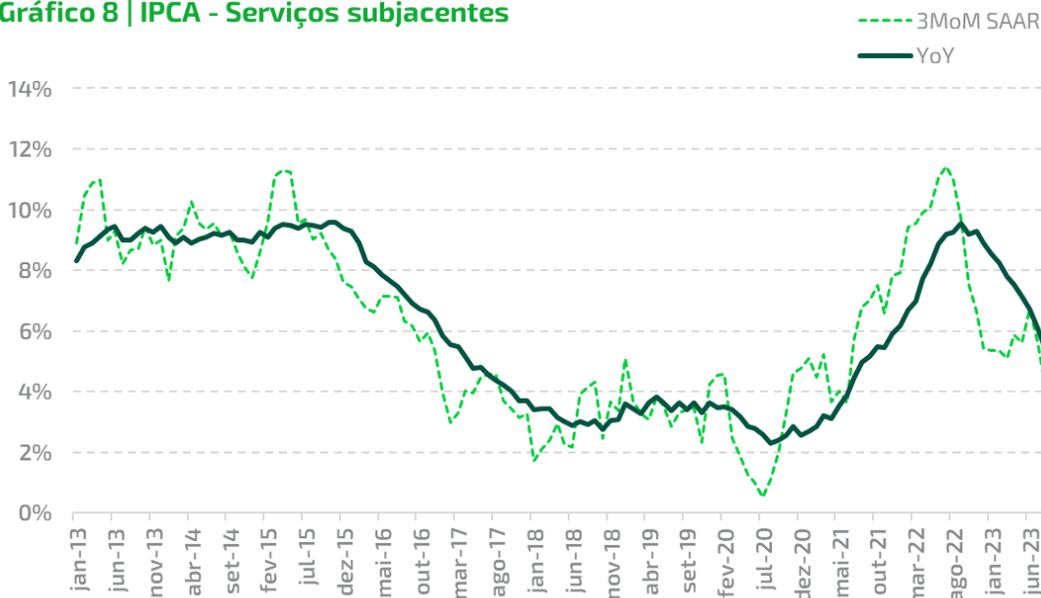
Fonte: BCB e Clave Capital

CENÁRIO LOCAL

Quanto ao cenário de inflação, corroborando o que foi exposto na nossa carta do 2º trimestre, o contexto de desinflação tem ganhado força nos últimos meses, principalmente nos componentes mais relacionados ao ciclo econômico, ou seja, os núcleos. Desde o final do ano passado estamos mais construtivos com o cenário desinflacionário, que tem ocorrido em dois estágios. O primeiro, mais rápido e “fácil”, concentrado em alimentos e bens industriais, reflexo da queda de commodities, apreciação da nossa taxa de câmbio e da normalização das cadeias globais. Já o segundo estágio, mais complexo e concentrado no segmento de serviços, tem ocorrido de maneira consistente, mesmo sem a contribuição dos seus fundamentos - expectativas de inflação no longo prazo acima da meta e atividade econômica resiliente, com destaque para os dados de mercado de trabalho ainda pujantes.

A queda da inflação de serviços é similar à observada entre 2016-2019, conforme pode ser visto nos Gráficos 8 e 9, período de significativo arrefecimento dessa componente. Entretanto, diferentemente daquela época, as expectativas de inflação para todo o horizonte estão acima da meta e a atividade continua surpreendendo para cima, inclusive nos componentes de demanda, indicando uma ociosidade muito menor. Em outras palavras, os fundamentos da inflação (hiato do produto e expectativas) ainda não estão presentes, limitando uma desinflação mais pronunciada. Portanto, ao se confirmar a desaceleração da atividade esperada por nós, o impacto desinflacionário adicional poderá ser mais intenso, reforçando nosso cenário de IPCA de 4,75% neste ano e de 3,5% em 2024, abaixo do consenso do mercado.

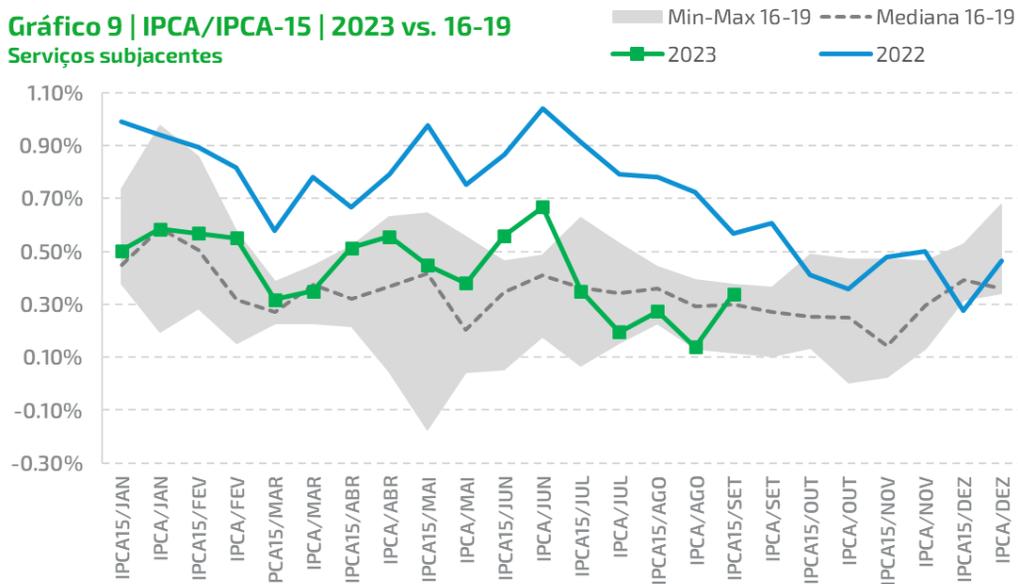
Gráfico 8 | IPCA - Serviços subjacentes



Fonte: IBGE e Clave Capital

CENÁRIO LOCAL

Gráfico 9 | IPCA/IPCA-15 | 2023 vs. 16-19
Serviços subjacentes



Fonte: IBGE e Clave Capital

Juro: Acelerar é possível, ir abaixo do neutro não é preciso

Uma vez que o cenário de desinflação tem se consolidado e a perspectiva é de que a atividade econômica desacelere à frente, levando a um hiato do produto negativo, a questão que surge é se há espaço para acelerar os cortes e qual o nível terminal dos juros neste ciclo. A autoridade monetária tem mantido a barra elevada para intensificar as quedas da Selic nas próximas reuniões, conforme sinalizado na sua última ata: “O Comitê julga como pouco provável uma intensificação adicional do ritmo de ajustes, já que isso exigiria surpresas positivas substanciais que elevassem ainda mais a confiança na dinâmica desinflacionária prospectiva. Tal confiança viria apenas com uma alteração significativa dos fundamentos da dinâmica da inflação, tais como uma reancoragem bem mais sólida das expectativas, uma abertura contundente do hiato do produto ou uma dinâmica substancialmente mais benigna do que a esperada da inflação de serviços.”

Na nossa visão, as expectativas não apresentarão grandes mudanças, uma vez que a incerteza e a desconfiança geradas pelo governo sobre alterar a meta continuarão presentes. Sendo assim, resta os outros dois elementos, hiato e inflação de serviços. A ociosidade da economia, por ser uma variável não observável e por ter diversas metodologias de cálculo, torna a tarefa mais difícil e complexa de se ter convicção sobre o seu nível. Dessa forma, a inflação de serviços ganha peso maior para a determinação dos próximos passos da política monetária. Nesse contexto, conforme mencionado na seção anterior, está ocorrendo desinflação relevante nesta componente, similar ao observado entre 2016-2019, período de um intenso ciclo de afrouxamento monetário conduzido pela diretoria do Copom à época, sob a presidência de Ilan Goldfajn no Banco Central. Com base nisso, é impossível não procurar similaridades ao ciclo de cortes daquele período com o atual, dado o nível da Selic e o comportamento das medidas de núcleo. Os Gráficos 10 e 11 apresentam o comportamento da inflação de serviços subjacentes e a média dos 5 núcleos acompanhados pelo Banco Central ¹ como desvio em relação à meta durante os dois períodos de afrouxamento – o primeiro começando em outubro de 2016 e o atual iniciado em agosto.

¹ - IPCA-DP (núcleo de dupla ponderação), IPCA-MS (núcleo de médias aparadas com suavização), IPCA-EXO (exclui alimentação no domicílio e preços administrados), IPCA-EX3 (agrega medidas subjacentes de serviços e bens industriais) e IPCA-P55 (núcleo percentil 55)

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_Itau (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 10 | Média Núcleos
Desvio % da meta

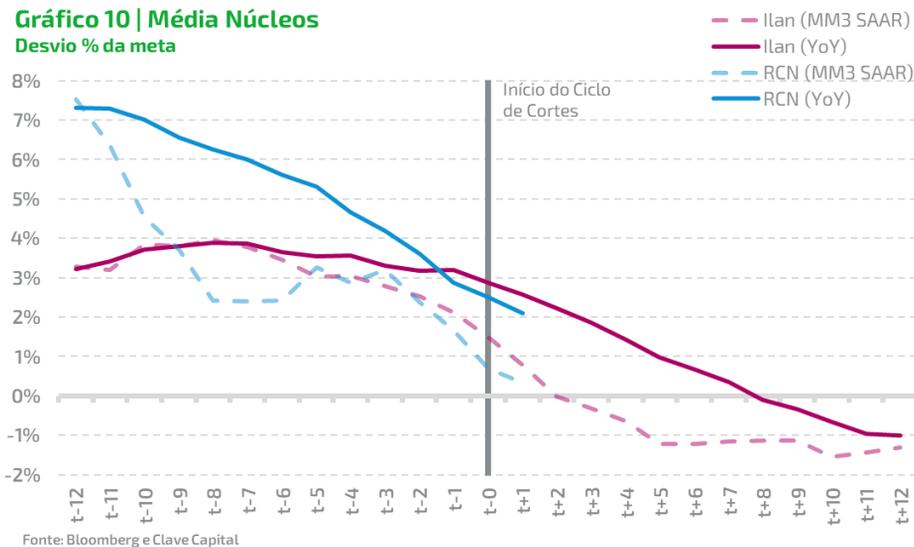
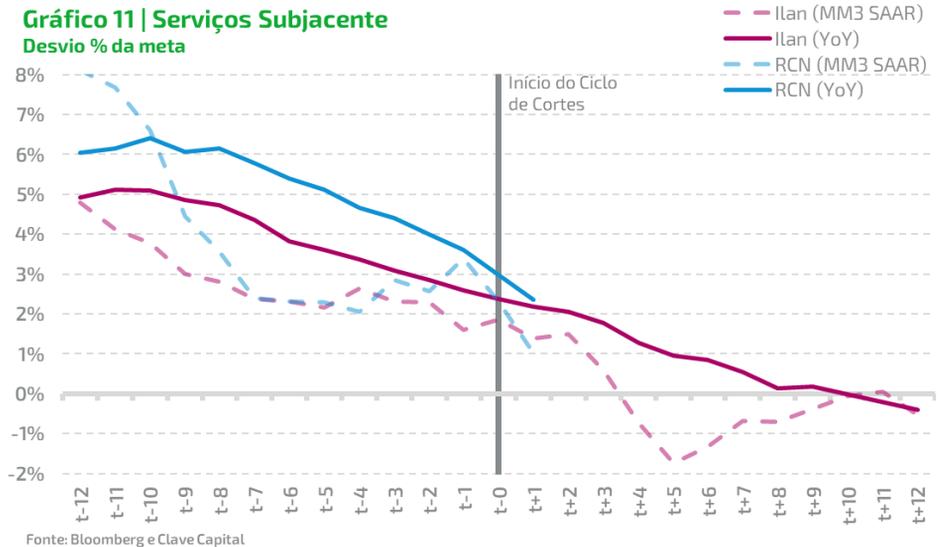


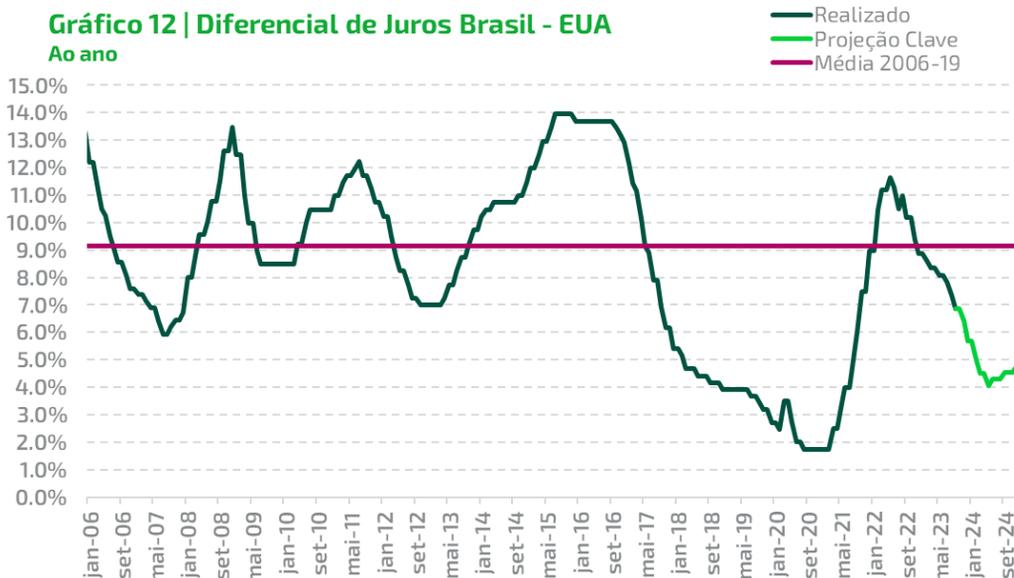
Gráfico 11 | Serviços Subjacente
Desvio % da meta



No caso da inflação de serviços subjacente o movimento é similar, enquanto a média dos núcleos apresenta comportamento mais benigno atualmente do que no ciclo anterior. A grande dúvida é se desta vez os núcleos irão rodar na meta ou abaixo na métrica média móvel de três meses dessazonalizada e anualizada (MM3 SAAR), assim como ocorreu naquele ciclo. Cabe mencionar que a diretoria comandada por Ilan começou o ciclo de maneira mais conservadora com dois cortes de 25 p.p., acelerando o corte para 75 p.p. na terceira reunião, coincidentemente quando a inflação de serviços subjacente ficou bem próxima da meta e a média dos 5 núcleos abaixo. Como esperamos contínua melhora dos componentes cíclicos da inflação e os juros se encontram bem acima do seu nível neutro (pelas nossas contas algo como 8,25% a.a. em termos nominais), esperamos que a autoridade monetária acelere os cortes entre dezembro e o primeiro trimestre de 2024, levando a Selic rapidamente para o patamar de 10,00% a.a.. Apesar disso, dado a piora na percepção fiscal e, principalmente, a deterioração do cenário externo, não vemos mais espaço para a o Banco Central experimentar taxas terminais de juros muito baixas, uma vez que o diferencial de juros em relação aos Estados Unidos estará em patamar historicamente baixo (Gráfico 12), podendo levar a um impacto relevante sobre a taxa de câmbio.

CENÁRIO LOCAL

Em suma, apesar de vermos espaço para aceleração dos cortes ainda este ano, não vemos a Selic encerrando o ciclo abaixo de 9,50% a.a. sem uma melhora no ambiente externo.



Fiscal – Meta inatingível

Na nossa última carta, destacamos a importância do Congresso na contenção da heterodoxia do novo governo. Durante o terceiro trimestre, os Deputados contribuíram significativamente para o país ao aprovar a reforma tributária, a qual discutiremos com mais detalhes na próxima seção. No entanto, no âmbito fiscal, parece que a relação entre o Executivo e o Legislativo se deteriorou. Para atingir a meta de déficit primário zero em 2024, o governo precisa aumentar consideravelmente a receita, mas as indicações que temos visto do Congresso sugerem que tais medidas não serão aprovadas na sua formulação original. Há anos os congressistas têm consistentemente sinalizado que não desejam aumentar os impostos. Portanto, ao longo do primeiro semestre, o Ministério da Fazenda se concentrou em medidas que, na retórica de Brasília, não são consideradas aumentos de impostos, mas sim o fechamento de brechas fiscais para empresas e indivíduos ricos, como preços de transferência, uso de créditos de ICMS em impostos federais, acordos no CARF, entre outros. Basicamente, a única medida que aumentou diretamente uma alíquota de imposto foi a reoneração dos combustíveis que foram reduzidas no final do ano passado.

A receita corrente aquém do esperado e a expectativa de que as medidas mencionadas acima serão insuficientes para atingir a meta no próximo ano, levaram o Governo a apresentar novas propostas de aumento de impostos. O Congresso, por sua vez, tem demonstrado resistência na aprovação dessa pauta, o que torna improvável o cumprimento da meta de déficit primário em 2024.

Confirmando esse quadro, o Executivo terá uma escolha a fazer: ajustar a meta fiscal ou manter o objetivo atual e acionar os gatilhos do arcabouço fiscal se não conseguir obter alguma receita extraordinária significativa ao longo do próximo ano. Acreditamos que o Governo optará pela primeira opção até o final do primeiro semestre de 2024 o que, em nossa análise, é a menos desejável. Mesmo que seja praticamente impossível manter a meta atual, essa ainda seria a melhor opção.

CENÁRIO LOCAL

O mercado veria essa escolha de forma positiva, mesmo que não sejam aplicadas todas as sanções previstas no arcabouço, especialmente o contingenciamento. Segundo a legislação aprovada, é necessário contingenciar 25% das despesas discricionárias ao longo do ano quando a meta não for cumprida. Isso representaria um corte superior a R\$ 40 bilhões, algo que não consideramos viável com esse governo. Supondo que optem por um contingenciamento de despesas de R\$ 20 bilhões, com o crescimento do teto de gastos de 50% do aumento da receita para 2025, conforme determina a regra atual, os prêmios de risco que atualmente afetam os ativos brasileiros muito provavelmente diminuiriam.

Reforma Tributária: a legislação mais importante para o país desde o Plano Real

Em julho, a Câmara dos Deputados aprovou, com uma votação expressiva (374 votos favoráveis e apenas 113 contrários), a PEC 45/19, que trata da Reforma Tributária do consumo. Muitos analistas focaram nos problemas e falhas da proposta, dos quais concordamos: prazo de transição muito longo (só se encerrará em 2032); muitos produtos com alíquota reduzida ou zerada; incertezas que só serão definidas por meio de leis ordinárias; e um Fundo Nacional de Desenvolvimento Regional (FNDR) com recursos da União de R\$ 60 bilhões por ano. Apesar disso, acreditamos que os pontos positivos se destacarão e, caso a reforma seja aprovada no Senado com as mesmas diretrizes daquelas aprovadas na Câmara, poderemos ter o maior ganho de produtividade da economia brasileira desde o Plano Real.

O Brasil certamente possui um dos piores sistemas tributários do mundo. Os principais problemas do sistema brasileiro são: complexidade, enorme contencioso tributário e cumulatividade. Abaixo, exploramos com mais detalhes cada um desses problemas, como a reforma os aborda e os potenciais ganhos para o país com as alterações.

Complexidade

Até 2020, o Banco Mundial publicava a pesquisa *Doing Business*, que media indicadores de 190 países em diferentes aspectos sobre as facilidades de fazer negócios. Havia 10 categorias na pesquisa, e uma delas tratava do pagamento de impostos. Nesse quesito, o Brasil ocupava a 184ª posição. Uma das subcategorias era o tempo que as empresas levam, em média, para pagar todas as suas obrigações tributárias. As empresas brasileiras levavam 1.501 homens-hora por ano, sendo o último colocado no ranking. Na Bolívia, a segunda colocada onde as empresas levam mais tempo, essa métrica era de 1.025 homens por hora. A média em países com renda per capita similar à do Brasil é de 200 homens-hora por ano (7,5 vezes menor que o Brasil).

Desde a promulgação da Constituição Federal em 1988, já foram editadas 377 mil normas tributárias, uma média superior a 10 mil por ano. Apenas no ICMS existem 676 alíquotas diferentes para cada produto (26 para cada estado de origem multiplicado por 26 para cada estado de destino). Além disso, cada estado pode definir uma alíquota diferente para produtos similares. Por exemplo, tênis pode ter uma alíquota diferente do sapato e do chinelo. Isso gera dois problemas: as empresas gastam um tempo enorme para descobrir qual imposto pagar e muitas vezes existe uma incerteza sobre qual é o seu produto. Um caso clássico é o exemplo do Crocs, que foi classificado como sapato impermeável e sandália de borracha em diferentes fiscalizações.

CENÁRIO LOCAL

Caso a legislação seja totalmente aprovada, grande parte desses problemas deverão ser resolvidos. Cada estado e município poderá definir sua alíquota, porém, ela será única para todos os produtos. Para exemplificar: a Bahia pode definir sua alíquota em 12% e o Paraná em 14%. Essa alíquota valerá para todos os bens e serviços, que não sejam isentos ou tenham alíquota reduzida. Existirão três tipos de alíquota: a cheia para a maioria dos bens e serviços; a reduzida para saúde, educação e insumos da agricultura, entre outros; e alíquota zero para produtos da Cesta Básica Nacional de Alimentos e produtores rurais. Os serviços de educação obrigatoriamente pagarão 4,8% (60% de redução de 12%) e 5,6% (60% de redução de 14%) na Bahia e no Paraná, respectivamente, no exemplo acima. Os governadores e prefeitos não terão autonomia para definir nem o tamanho do desconto nem os produtos que terão alíquota diferenciada. Os setores escolhidos com alíquota diferenciada já foram definidos pela reforma. Em nossa avaliação, isso reduzirá significativamente a complexidade e o tempo gasto para pagamento de impostos. Além disso, reduzindo a complexidade, acreditamos que o segundo grande problema listado por nós a seguir também se reduzirá.

Contencioso Tributário

Em 2013, o Brasil apresentava um contencioso administrativo federal de 13,9% do PIB. A média desse indicador para países da América Latina era de 0,2%, enquanto para países da OCDE era de 0,3%. Em 2018, o contencioso tributário brasileiro, somando os processos judiciais e administrativos em todas as esferas de governo, atingiu 73,0% do PIB. Uma pesquisa realizada pelo CNJ com empresas multinacionais identificou que, em média, o percentual de valores em litígio, em relação ao faturamento anual das empresas, era de 57% no Brasil, enquanto nos demais países em que atuam era de apenas 3,3%.

Existem diversos motivos pelos quais o contencioso no Brasil atinge níveis tão elevados. Uma parte significativa do problema está relacionada à complexidade tributária, à dificuldade de apuração e obtenção de crédito tributário, especialmente entre os estados, e à falta de uniformidade nas decisões dos diversos órgãos de fiscalização.

As mudanças propostas trarão uma enorme simplificação, reduzindo a incerteza das empresas em relação aos impostos devidos. Com a nova legislação, essencialmente todos os gastos na cadeia de produção gerarão crédito tributário, eliminando a incerteza nesse aspecto. Será criado o Conselho Federativo, responsável por gerenciar todos os impostos e estabelecer normas e regulamentos. Assim, em vez de cada estado da União possuir suas próprias normas, por vezes discordantes entre órgãos dentro do próprio estado, haverá uma única entidade encarregada da supervisão.

Acreditamos que, após a aprovação, as disputas tributárias no médio prazo deveriam se aproximar dos níveis médios observados no restante do mundo. A redução do contencioso permitirá às empresas um planejamento financeiro mais eficaz e menor gasto com disputas judiciais. A consequência dessa mudança deverá ser um aumento na taxa de investimento.

Cumulatividade

A teoria econômica clássica identifica o investimento como um dos fatores determinantes para o crescimento de longo prazo de um país. Por esse motivo, os países criam incentivos, muitas vezes tributários, para estimular os investimentos. No Brasil, devido à ausência de um sistema de valor adicionado e à dificuldade de obter créditos tributários, as atividades que envolvem uma longa cadeia de produção acabam sendo mais tributadas do que aquelas com uma cadeia curta ou inexistente. Como resultado, o Brasil, ao invés de incentivar o investimento, acaba sobretaxando essas atividades, o que reduz o crescimento potencial do país.

Esses são os principais problemas estruturais identificados por nós. No entanto, existem outros, como a localização de fábricas e centros de distribuição em estados que não seriam os ideais do ponto de vista logístico, com o intuito de obter benefícios fiscais.

CENÁRIO LOCAL

Isso resulta em caminhões percorrendo o país de maneira ineficiente, aumentando os custos logísticos de produção. Com a aprovação da reforma e a mudança na tributação da origem para o destino, as possibilidades de benefícios fiscais serão drasticamente reduzidas, levando praticamente ao fim da Guerra Fiscal entre os estados.

Devido à diversidade de problemas tributários exclusivos do Brasil, é bastante desafiador estimar o impacto de uma reforma no crescimento do PIB potencial sem um ponto de comparação internacional. Artigos acadêmicos tentam estimar esses efeitos utilizando diversas metodologias. Os resultados mais pessimistas apontam para um aumento de 5% no PIB potencial em 10 anos, enquanto os mais otimistas sugerem um aumento de até 20 pontos percentuais em 15 anos.

Acreditamos que, a partir de 2032, ao fim do período de transição para as empresas, o PIB potencial poderá crescer 0,5 ponto percentual a mais do que em um cenário no qual a reforma não fosse aprovada. É esperado que haja algum efeito de curto prazo, que acreditamos ser pequeno; porém crescente.

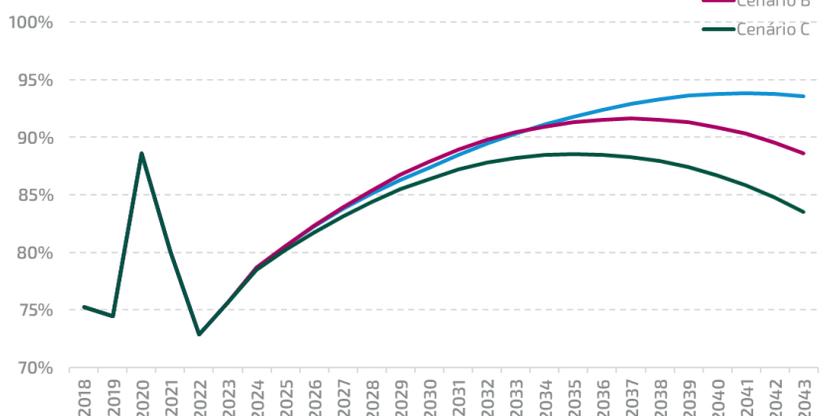
Com base na premissa de uma eventual elevação do crescimento estrutural do país com a aprovação da reforma, decidimos simular a trajetória de dívida/PIB partindo das seguintes hipóteses:

- i) a despesa se expandirá na proporção de 60% do crescimento da receita nos próximos anos (de acordo com o arcabouço aprovado), levando assim os gastos para ao redor de 18% do PIB;
- ii) Juro real neutro de 4,5%, conforme utilizado pelo Banco Central;
- iii) Crescimento médio do PIB de 2%;
- iv) Ponto de partida da receita líquida de 19% do PIB, sendo 18% de receita recorrente e 1% de receitas extraordinárias;
- v) 50% do ganho potencial de arrecadação com o aumento da produção de petróleo e derivados, conforme estimado na carta do segundo trimestre de 2022, o que levaria a receita para 19,5% do PIB ao longo do tempo.

Com as hipóteses apresentadas acima temos o Cenário A (Status Quo), no qual a reforma tributária não é aprovada. Partindo dele, fizemos outros dois cenários. O Cenário B em que a reforma afeta o crescimento potencial, aumentando em 0,50 p.p. ao longo dos próximos dez anos de maneira linear e permanente. Já no Cenário C utilizamos o mesmo crescimento do cenário anterior e uma redução estrutural de 0,25 p.p. na taxa de juros neutra. A lógica é que, se o produto apresentar maior crescimento, as perspectivas fiscais melhorarão e o prêmio de risco soberano diminuirá. Importante destacar que nos cenários que consideram a aprovação da reforma, já estão inclusos os aumentos de dispêndio por conta do FNDR.

Conforme podemos observar no Gráfico 13, os cenários B e C, que pressupõem a aprovação da reforma tributária, resultam em uma relação dívida/PIB inferior àquela do cenário A, que representa o status quo atual. Portanto, além dos benefícios de eficiência mencionados anteriormente, poderemos também contar com um alívio fiscal caso a implementação de um novo arcabouço tributário seja confirmada.

Gráfico 13 | Cenários de Dívida Bruta % do PIB



Fonte: BCB, IBGE, Tesouro Nacional e Clave Capital

INTERNACIONAL | TEMAS DE INVESTIMENTO

O tema *peak rates* segue como predominante no nosso portfólio. O comportamento dos ativos nos últimos meses não foi favorável às nossas posições, mas acreditamos que os fundamentos econômicos e os preços de mercado reforçam a nossa convicção. Além disso, a dinâmica de rápida abertura das taxas longas nos EUA torna o cenário para os ativos de risco ainda mais desafiador, sobretudo para o mercado de ações, o que também poderá favorecer o tema.

Na composição do portfólio, o cenário de *Soft Landing* permanece, mas não descartamos uma desaceleração mais forte com o aperto monetário ainda por vir e os riscos de curto prazo citados anteriormente na parte macroeconômica. Caso a dinâmica recente da curva de juros dos países desenvolvidos persista por mais tempo, é bem provável que tenhamos uma correção adicional no preço de ativos, eventualmente de uma forma mais abrupta e não linear.

Quanto ao tema *peak dólar*, ainda gostamos da tese, mas diminuimos taticamente as nossas posições. As surpresas econômicas negativas na Europa e na China somadas à resiliência da atividade americana tornam o tema por ora menos atrativo.

Em nossa última carta exploramos de forma detalhada os desafios da economia canadense. A conjuntura econômica, sobretudo a demanda doméstica tem evoluído na direção do nosso cenário. A surpresa negativa com a contração do PIB no segundo trimestre e o aumento da taxa de desemprego mostram que a atividade já começa a sentir os efeitos do aperto monetário. Contudo, os núcleos de inflação seguem mais persistentes do que o esperado, mas acreditamos ser *lagging e*, com o aumento do hiato do mercado de trabalho, a inflação voltará para a trajetória de convergência para a meta.

Seguem os principais temas que temos explorado no portfólio global:

Ambiente Global – Desaceleração & Desinflação

A intensificação do aperto monetário do FED, via juros elevados por mais tempo, em combinação com a necessidade substancial de financiamento orçamentário do governo americano, tem elevado a curva de juros reais, interrompendo o movimento de alta da bolsa e aumentando significativamente o risco de acidentes financeiros. Além disso, o aumento recente no preço da gasolina, fruto da redução de produção de petróleo da OPEC+, representa choque adicional aos balanços de empresas e consumidores.

Neste contexto, reforçamos nossa preferência por renda fixa versus bolsa, com posições aplicadas na parte curta e/ou de inclinação de curva nos Estados Unidos e Canadá, sendo que no primeiro também temos posição aplicada nos juros reais. Na mesma direção, aumentamos nossa exposição vendida em bolsa americana via futuros e com maior utilização de opções de índice e do VIX.

Nos emergentes, mantemos posições pequenas aplicadas e de inclinação no México e tomadas no Chile versus Estados Unidos.

USD Global

O enfraquecimento da economia europeia e a fragilidade da recuperação chinesa ampliam ainda mais o diferencial de desempenho favorável à economia americana, suportando a sobrevalorização do Dólar em termos reais.

Neste contexto, mantemos posições compradas em moedas que consideramos baratas (NOK) e que podem se beneficiar de um inesperado fortalecimento chinês (AUD), versus posições vendidas nas moedas europeia e chinesa.

Além disso, iniciamos uma posição comprada em ouro, ativo que pode se beneficiar significativamente de uma eventual inflexão na política monetária americana em caso de qualquer acidente financeiro.

A Reflexão Japonesa

Os bancos japoneses negociam nas máximas de preço dos últimos 15 anos, enquanto a moeda japonesa atinge a mínima de 53 anos em termos reais. Essa disparidade evidencia o elevado grau de afrouxamento monetário ainda praticado pelo BOJ, mesmo depois do movimento recente de abertura de taxas no Japão. Neste contexto, continuamos mantendo posições tomadas na curva japonesa.

BRASIL | TEMAS DE INVESTIMENTO

Mantivemos ao longo do 3º trimestre posições direcionais menores em Brasil, acreditando que descompressões adicionais de prêmio de risco dos ativos brasileiros seriam menores e sujeitas a uma volatilidade maior. Contribuíram para isso, além dos desafios idiossincráticos, a nossa visão de que o beta global seria negativo.

O portfólio manteve posições tomadas em juros nominais versus posições compradas em Ações e posições táticas no BRL.

BRL

Temos mantido uma postura mais tática no BRL, mas gostamos de vender USDBRL acima de 5.05 contra uma posição comprada em USDCNH.

Juros

Como mencionado acima, utilizamos posições tomadas em juros como a parte “passiva” do portfólio, por acreditarmos que a curva precificava muitos cortes frente aos desafios de uma conjuntura muito ruim de juros nos países desenvolvidos. FRAs ao redor de 9% na parte intermediária da curva nos pareciam vulneráveis ao aumento do beta global negativo para taxa de juros. Tivemos posições tomadas na estratégia direcional e de valor relativo (vs. posição comprada numa carteira de ações de empresas mais ligadas ao ciclo doméstico). Com a abertura abrupta das taxas no final do mês de setembro, decidimos zerar as posições tomadas.

Bolsa

Mantivemos posições líquidas compradas em Bolsa ao longo do trimestre. No começo do 3º trimestre a carteira era focada em empresas expostas ao ciclo doméstico e setor financeiro, com um *net exposure* entre 10% e 15%. No final do trimestre reduzimos a exposição líquida para um intervalo de 5% a 10%, diminuindo o peso de casos domésticos e aumentando *commodities* e *utilities*.

CLAVE ALPHA MACRO FIC FIM

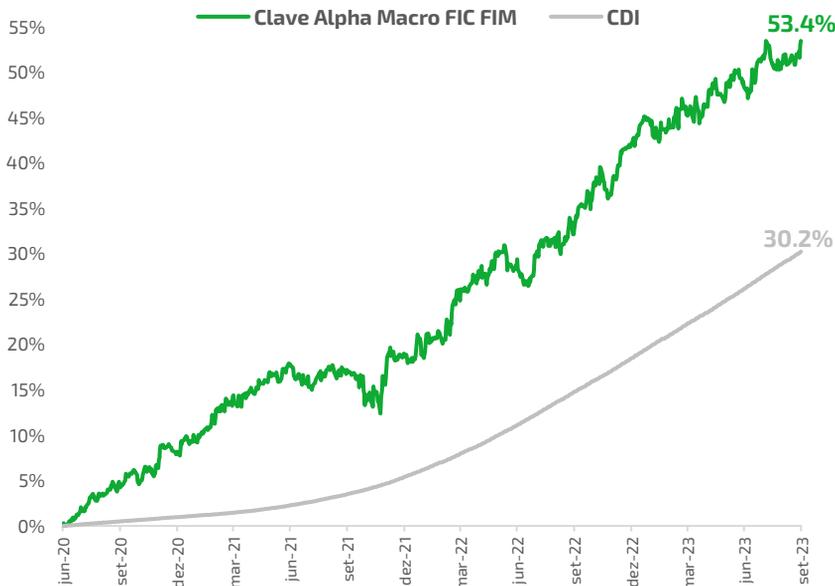
OBJETIVO DE INVESTIMENTO

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.

Multimercado Macro de nicho, com DNA de operar estratégias direcionais e de valor relativo, com agilidade e flexibilidade.

Foco em diversificação, boa gestão de risco, e amplitude de instrumentos e fontes de alfa.

RENTABILIDADE ACUMULADA¹



¹ Dados calculados desde o início do fundo em 30/06/2020, considerando o fechamento de 29/09/2023.

INDICADORES¹

RENTABILIDADE DESDE O INÍCIO (FUNDO)	53.44%
RENTABILIDADE DESDE O INÍCIO (CDI)	30.23%
RENTABILIDADE EM 12 MESES (FUNDO)	15.54%
RENTABILIDADE EM 12 MESES (CDI)	13.44%
VOLATILIDADE ANUALIZADA	6.55%
SHARPE	0.86
NÚMERO DE MESES POSITIVOS	31
NÚMERO DE MESES NEGATIVOS	8
MAIOR RENTABILIDADE MENSAL	3.76%
MENOR RENTABILIDADE MENSAL	-2.25%
PATRIMÔNIO LÍQUIDO ATUAL (R\$MI)	272.0
PATRIMÔNIO MÉDIO EM 12 MESES (R\$MI)	281.3
PATRIMÔNIO LÍQUIDO DA ESTRATÉGIA (R\$MI)	5,556.7

RENTABILIDADES (%)²

	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ	ANO FUNDO	ANO CDI	ACUM. FUNDO	ACUM. CDI
2020						1.68%	1.73%	0.80%	0.31%	1.74%	1.69%		8.20%	0.99%	8.20%	0.99%
2021	1.05%	2.22%	2.38%	0.29%	1.54%	1.13%	-2.13%	1.94%	-0.37%	-2.25%	0.94%	2.89%	9.89%	4.40%	18.89%	5.43%
2022	-0.31%	2.33%	3.44%	2.09%	1.71%	-0.67%	0.19%	0.84%	1.59%	3.76%	-0.17%	3.22%	19.43%	12.37%	41.99%	18.47%
2023	1.50%	-0.04%	0.77%	0.81%	0.83%	0.49%	2.38%	-0.54%	1.62%				8.06%	9.93%	53.44%	30.23%

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 29/09/2023.

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. Recomenda-se a análise mínima de 12 (doze) meses para a avaliação de performance de fundos de investimento. Fonte dos índices de referência: www.b3.com.br/pt_br. LEIA A LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS E O REGULAMENTO ANTES DE TOMAR SUA DECISÃO DE INVESTIMENTO, ESPECIALMENTE A SEÇÃO RELATIVA AOS FATORES DE RISCO, E CONSULTE SEUS PRÓPRIOS ASSESSORES JURÍDICOS E/OU FINANCEIROS. Esses documentos podem ser consultados no seguinte endereço eletrônico: http://www.intrag.com.br/intrag-pt/pesquisa/Ouvidoria_Corporativa_Itaú (0800 570 0011), 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 Paulistano | CEP: 01451-000

Tel: 55 11 3181-2312

[/clave.capital](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 ALPHA MACRO II FIC FIM

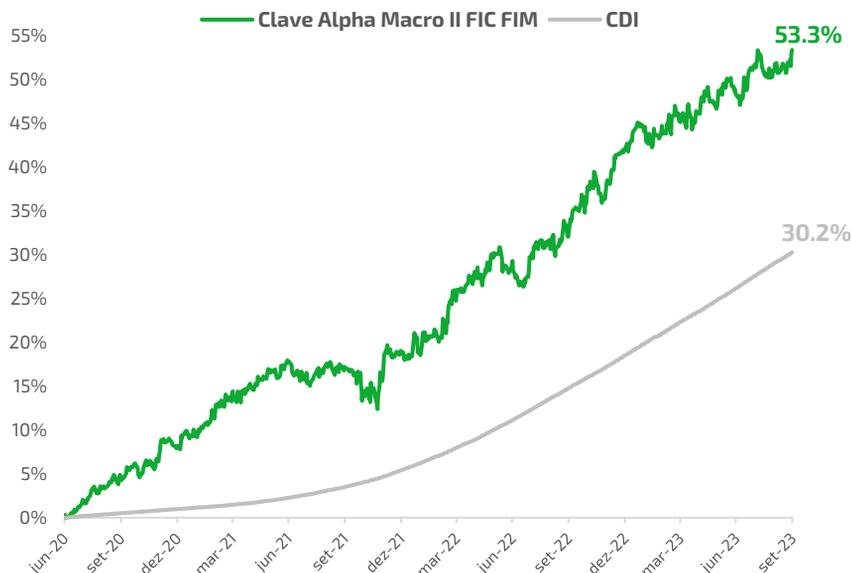
OBJETIVO DE INVESTIMENTO

O CLAVE ALPHA MACRO II FIC FIM (CNPJ: 41.610.584/0001-02) 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.

Multimercado Macro de nicho, com DNA de operar estratégias direcionais e de valor relativo, com agilidade e flexibilidade.

Foco em diversificação, boa gestão de risco, e amplitude de instrumentos e fontes de alfa.

RENTABILIDADE ACUMULADA¹



¹ Dados calculados entre 30/06/2020 e 04/01/2022 com base nas cotas do veículo Clave Alpha Macro FIC FIM (CNPJ: 37.319.496/0001-70), e a partir desta data, com base no fundo Clave Alpha Macro II FIC FIM ("Fundo" - CNPJ: 41.610.584/0001-02), que teve início em 04 de janeiro de 2022, fruto de uma cisão do Clave Alpha Macro FIC FIM, considerando o fechamento de 29/09/2023.

INDICADORES¹

RENTABILIDADE DESDE O INÍCIO (FUNDO)	53.27%
RENTABILIDADE DESDE O INÍCIO (CDI)	30.23%
RENTABILIDADE EM 12 MESES (FUNDO)	15.55%
RENTABILIDADE EM 12 MESES (CDI)	13.44%
VOLATILIDADE ANUALIZADA	6.54%
SHARPE	0.85
NÚMERO DE MESES POSITIVOS	31
NÚMERO DE MESES NEGATIVOS	8
MAIOR RENTABILIDADE MENSAL	3.78%
MENOR RENTABILIDADE MENSAL	-2.25%
PATRIMÔNIO LÍQUIDO ATUAL (R\$MI)	523.5
PATRIMÔNIO MÉDIO EM 12 MESES (R\$MI)	435.1
PATRIMÔNIO LÍQUIDO DA ESTRATÉGIA (R\$MI)	5,556.7

RENTABILIDADE (%)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	-0.34%	2.33%	3.38%	2.09%	1.70%	-0.68%	0.19%	0.84%	1.58%	3.78%	-0.18%	3.23%	19.31%	12.37%	41.85%	18.47%
2023	1.50%	-0.04%	0.77%	0.81%	0.83%	0.49%	2.37%	-0.53%	1.61%				8.05%	9.93%	53.27%	30.23%

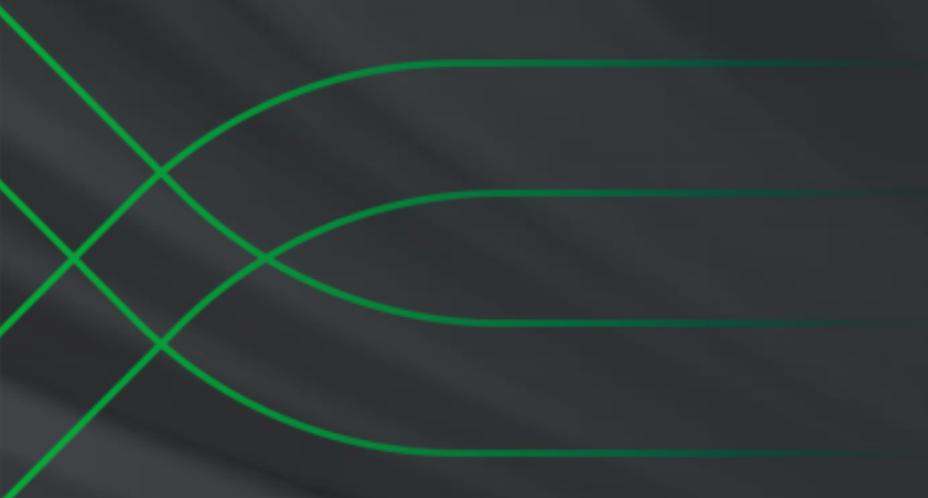
² Rentabilidade líquida de administração e performance e bruta de impostos. Dados calculados entre 30/06/2020 e 04/01/2022 com base nas cotas do veículo Clave Alpha Macro FIC FIM (CNPJ: 37.319.496/0001-70), e a partir desta data, o retorno foi calculado com base no fundo Clave Alpha Macro II FIC FIM ("Fundo" - CNPJ: 41.610.584/0001-02), que teve início em 04 de janeiro de 2022, fruto de uma cisão do Clave Alpha Macro FIC FIM, considerando o fechamento de 29/09/2023.

INFORMAÇÕES GERAIS

Data de Início ¹ 04/01/2022	Aplicação Inicial Mínima R\$ 500.00	Cota de Aplicação D+1 até às 15h	Taxa de Administração 2.00% (incluindo a taxa do fundo Master)	Gestor Clave Capital
Status Aberto para aplicações	Movimentação Mínima R\$ 100.00	Cota de Resgate D+30	Taxa de Performance 20% do que exceder 100% do CDI (Semestral)	Administrador Intrag DTVM Ltda.
Classificação Anbima Multimercado Macro	Saldo Mínimo R\$ 100.00	Liquidação do resgate 1º dia útil após cotização	Taxa de Saída 10%, com cotização em D+5 e pagamento em D+1	Custodiante Itaú Unibanco S.A.
Público Alvo Investidores em geral	Horário 9H00 às 15h	Dados Bancários Banco Itaú (341) – Ag. 8541 C/C 52742-3	Tributação O fundo perseguirá o tratamento de longo prazo.	Auditoria Deloitte Touche Tohmatsu

O fundo Clave Alpha Macro II FIC FIM ("Fundo" - CNPJ: 41.610.584/0001-02) teve início em 04 de janeiro de 2022, fruto de uma cisão do Clave Alpha Macro FIC FIM (CNPJ: 37.319.496/0001-70). 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 utilizadas com este propósito. A Clave Capital não realiza distribuição de cotas. Para investir em nossos fundos, contate um distribuidor autorizado. OS INVESTIMENTOS EM FUNDOS NÃO SÃO GARANTIDOS PELO ADMINISTRADOR, PELO GESTOR OU POR QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU, AINDA, PELO FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO - FGC. A RENTABILIDADE OBTIDA NO PASSADO NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RESULTADOS FUTUROS. Os fundos da Clave Capital podem utilizar estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento; tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo dos fundos. Não há garantia de que os fundos da Clave Capital terão o tratamento tributário para fundos de longo prazo. A RENTABILIDADE DIVULGADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS E TAXA DE SAÍDA. Recomenda-se a análise mínima de 12 (doze) meses para a avaliação de performance de fundos de investimento. Fonte dos índices de referência: www.b3.com.br/pt_br/leia_a_lamina_de_informacoes_essenciais_e_o_regulamento_antes_de_tomar_sua_decisao_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 03312-971. 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 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