

ULTRA-MAR  
CAPITAL MANAGEMENT

— CARTA MACRO I: Tosa de Porco —  
FEVEREIRO 2023

O tema macro com que iniciamos 2023 é a dinâmica da desinflação global via ajuste de produtividade. Porém em meados do ano essa tendência se esgota, sendo a grande questão o nível em que isso ocorre. No Brasil, a esse tema, se soma ainda algumas peculiaridades como o corte de impostos ocorrido em meados de 2022.

A inflação americana, seja CPI, PCE ou mesmo nas medidas de difusão de atividade (ISM p.ex.), veio muito pressionada em janeiro por motivos que consideramos circunstanciais, e o processo desinflacionário compatível com a fase do *business cycle* norte-americano deve continuar. O problema, a nosso ver, é que tanto no Brasil como nos EUA a inflação tende a fazer um vale em meados de 2023, cujo nível mínimo poderá ser tão baixo a ponto de vermos a inflação, nos dois países, quase convergir para a meta. Porém, de meados de 2023 em diante, a tendência é de inflação ascendente e a questão central é que nível máximo ela atingirá.

No caso específico do Brasil é bem possível que o IPCA vá a 4% ou menos, fechando o ano em torno de 6% graças à reoneração tributária. Por hora o governo sente um certo conforto com a situação, pois devido ao baixo nível de desemprego (7,9% pela PNAD), o salário-mínimo sobe acima da inflação corrente (fenômeno chamado informalmente de “*good inflation*” no governo Dilma). Contudo, uma sucessão de eventos no mercado de crédito corporativo, com potencial fechamento de postos de trabalhos e aperto das condições financeiras, somada a um elevado comprometimento de renda em endividamento, sugere que essa “*good inflation*” e nível de desemprego baixo tendem a ser fugazes.

Os governantes em geral parecem ter o entendimento de que, contanto que os salários subam acima da inflação e a média desta (i.e., o índice cheio) não se descole do teto da meta, a inflação é “boa” e não deve ser combatida. A meta de inflação no Brasil, já excessivamente ambiciosa, tornou-se ainda mais, considerando os choques do COVID-19 e da guerra na Ucrânia. Uma perseguição cega pela meta impor à sociedade um sacrifício desproporcional para uma república nos moldes do Brasil, e o não atingimento da meta pelo 4º ano consecutivo por parte da autoridade monetária poderia levar a um descrédito de todo o *framework* de “*inflation targeting*”, que apesar de suas imperfeições, mostrou-se razoável ao nos afastar de experimentalismos. Surge aqui o dilema do governo atual, talvez o mais fácil de se resolver.

Somos a favor da revisão da meta como a solução de menor custo social e econômico. Acreditamos que aqui o governo terá sucesso e a meta será revista para algo entre o atual e o 4,5% antigo. Contudo, ainda que isso permita alguma redução de juros nominais, a depender da maneira como for executada, não necessariamente causará contração de juro real de longo prazo; juro esse indispensável para a estabilização da dívida pública. O governo e o Brasil pagariam um preço alto por insistir em uma meta irreal, mas apenas mudar a meta sem uma âncora fiscal não resolve o problema de juros elevados.

O governo atual parece padecer dos mesmos problemas de comunicação do anterior, tanto que começou a sofrer os custos de alterar a meta bem antes de ela, sequer, ser mudada. Além disso, parece confiar que será salvo por algum *rally* de *commodities*, tal qual o do período 2003-2010. Resta, portanto, a questão: sem âncora fiscal, segurança jurídica e um mínimo de estabilidade política não há como o real ser uma moeda estável a ponto de absorver as benesses trazidas por tal ciclo. Sem uma apreciação cambial, o problema do governo volta a ser a inflação e o juro alto decorrente dela.

Todos esses problemas ocorreriam em larga medida independentemente de qual presidente da república ocupasse a cadeira, pois na prática há pouca descontinuidade entre os governos. A PEC do orçamento, recém aprovada em 175 bilhões de reais, teria sido de no mínimo R\$ 100 bilhões sob o governo de direita anterior, apenas para manter o auxílio-brasil e outros programas sociais considerados de grande impacto. Levando em conta as dificuldades notórias de negociação entre o último governo e o congresso, certamente a PEC seria inflada além dos R\$ 100 bi “basais”.

O Brasil parece ir a reboque de um cenário global, no qual a inflação cairá nos próximos meses, mas voltará a subir no meio do ano, mantendo-se bem acima dos patamares de 2010-2020. Será um mundo de inflação maior e juro real menor, porque dado o elevado endividamento global, um juro alto não é sustentável. O erro ou ilusão do atual governo nesta questão é ler sobre a ocorrência de “inflação alta e juro real baixo” ao redor do mundo e achar que o mesmo tem de ocorrer aqui. Tal cenário se mostra improvável, pois se na atual conjuntura de inflação cadente isso já não se verifica, quanto mais quando a inflação, inevitavelmente, voltar a subir.

Nos EUA, o CPI foi acima de 9%, tende a ir rapidamente para 5% ou até menos, voltará a subir no 2º semestre todo e, provavelmente, irá rumo a uma inflação “de equilíbrio” entre 4% e 5%. Lá parece haver pouco ou nenhum apetite político para forçar o índice de inflação de volta para a meta. Entretanto, no arcabouço americano, a meta é informal e conseqüentemente sua revisão também, o que gera pouco custo político. Em contrapartida, o governo brasileiro pagará um altíssimo custo político, em grande parte por uma comunicação desastrada e falta de âncora fiscal.

Lembremos que, no primeiro governo do Presidente Lula, ele conduziu uma reforma da previdência e elevou em 0,5% o superávit primário, passando esse a 4,25% do PIB. Hoje, partindo de um ponto fiscalmente mais frágil, seu novo governo ainda não sinaliza disposição para algo similar ao do período de 2003-2010.

Sendo assim, o governo atual — utilizando-se da expressão por eles aplicada, quando na oposição — parece ser uma outra grande *tosa de porco*<sup>1</sup>, dada a distância entre o discurso, carregado em retórica panfletária de esquerda, e a realidade prática; muito similar à do governo anterior, sobretudo nos temas econômicos.



<sup>1</sup> Expressão utilizada pelo deputado federal Paulo Pimenta – (PT-RS) na tribuna da câmara em 14 de junho de 2022: “Lá no Rio Grande do Sul tem uma expressão chamada *tosa de porco*”. A *tosa de porco* é muito grito e pouca lâ. Bolsonaro é *tosa de porco*, porque grita, grita, grita e de concreto não sai nada”.

**Objetivo do Fundo**

Fundo multiestratégia cujo objetivo de longo prazo é superar o CDI explorando operações não convencionais com assimetrias e riscos específicos (arbitragens).

**Público Alvo**

O Fundo é destinado a receber aplicações do público em geral, seja pessoa física ou jurídica.

**Política de Investimento**

O Fundo aloca, no mínimo, 95% de seu patrimônio líquido em cotas do AURUM FIM inscrito no CNPJ 44.339.611/0001-34 ("Fundo Master"). Os investimentos do Fundo Master podem ser feitos nos mercados brasileiros e internacionais em diversos segmentos, principalmente: juros, moedas, ações, crédito e commodities; utilizando-se de instrumentos dos mercados à vista ou dos mercados derivativos.

O Fundo investe primordialmente em risco específico e, portanto, não há compromisso de concentração em nenhuma classe própria. Espera-se baixa exposição líquida e baixa correlação com os mercados, de forma que a rentabilidade do mesmo dependa em elevado grau da seleção dos investimentos e não dos movimentos dos mercados em geral.

**Rentabilidade Histórica<sup>1</sup>**

	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ	ANO	12M	Início
<b>2022</b>															
<b>Fundo</b>	-	0,10%	0,76%	0,72%	1,22%	1,18%	1,56%	1,13%	1,19%	1,45%	0,86%	2,31%	13,20%	13,20%	13,20%
CDI	-	0,12%	0,92%	0,83%	1,03%	1,01%	1,03%	1,17%	1,07%	1,02%	1,02%	1,12%	10,86%	10,86%	10,86%
<b>2023</b>															
<b>Fundo</b>	1,84%	1,24%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3,10%	16,58%	16,70%
CDI	1,12%	0,92%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,05%	13,00%	13,13%

<sup>1</sup> Rentabilidade calculada com base na cota do último dia útil do mês, líquida de taxas de administração e performance e bruta de impostos.

**Características**

CNPJ	44.339.632/0001-50
Data de início	22/02/2022
Código ANBIMA	644749
Classificação ANBIMA	Multimercados Livre
Gestor	Ultra-Mar Capital
Administrador	BEM DTVM
Custodiante	Banco Bradesco S.A.
Auditor	Deloitte Limited
Tributação	Busca o Longo Prazo
Taxa de administração <sup>2</sup>	2%
Taxa de performance <sup>3</sup>	20% do que exceder o CDI

<sup>2</sup> A taxa de administração máxima paga pelo Fundo, englobando a taxa de administração acima e as taxas de administração pagas pelo Fundo nos fundos em que poderá eventualmente investir será de 2,00% a.a.

<sup>3</sup> Pagos anualmente ou no resgate.

**Movimentações**

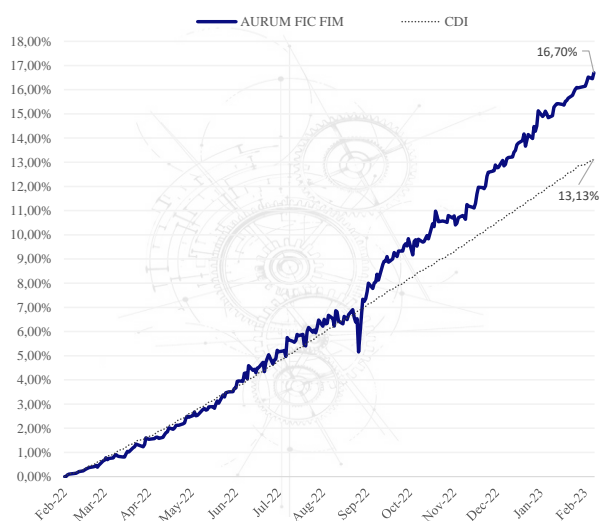
Horário limite para movimentações	Até as 14:30
Aplicação mínima	R\$ 10.000
Saldo mínimo	R\$ 10.000
Movimentação mínima	R\$ 5.000
Cota	Fechamento
Cotização de aplicação	D+0
Cotização de resgate	D+30
Liquidação	D+1 após Cotização
Taxa de antecipação do resgate <sup>4</sup>	15%
Status	Aberto para aplicações

<sup>4</sup> Mediante o pagamento de taxa de saída, equivalente a 15% sobre o valor total resgatado, o Cotista poderá solicitar antecipação da cotização do resgate pelo valor da cota de fechamento do 1º dia útil subsequente ao 10º dia corrido da data da solicitação.

**Indicadores**

Cota de fechamento do mês	1,16700550
Patrimônio Líquido de fechamento do mês	R\$ 9.613.161
Patrimônio Líquido médio (12 meses)	R\$ 8.152.480
Meses positivos	13
Meses negativos	0
Meses acima do cdi	8
Meses abaixo do cdi	5

**Rentabilidade\***



\* Atualizado até 28/fev/23

Este é um Material de divulgação e quaisquer informações contidas aqui são de caráter meramente informativo, não devendo ser interpretadas como recomendação de investimento. A Ultra-Mar Capital não comercializa nem distribui cotas de fundos ou qualquer outro ativo financeiro. Para investir no Fundo procure um distribuidor autorizado. Fundos de investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos - FGC. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Os fundos da Ultra-Mar Capital utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de suas políticas 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. Os fundos da Ultra-Mar Capital estão autorizados a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. Os fundos podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Para avaliação da performance de fund(s) de investimento(s), é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. Ao investidor, recomenda-se a leitura cuidadosa da lâmina de informações essenciais e o regulamento antes de investir. O regulamento, o formulário de informações complementares e a lâmina de informações essenciais dos fundos encontram-se disponíveis no site do Administrador - [www.bradescobemdtvm.com.br](http://www.bradescobemdtvm.com.br).



**Administrador:**  
BEM DTVM LTDA.  
Núcleo Cidade de Deus, s/n, Prédio Prata  
Vila Yara, Osasco, SP  
Ouvidoria Bradesco: 0800-7279933  
Contato: [centralbemdtvm@bradesco.com.br](mailto:centralbemdtvm@bradesco.com.br)  
Site: [www.bradescobemdtvm.com.br](http://www.bradescobemdtvm.com.br)

**Gestora de Recursos:**  
ULTRA-MAR CAPITAL MULT. GESTORA DE RECURSOS LTDA.  
Rua Helena, 280 - 310  
Vila Olímpia - São Paulo - SP CEP: 04552-050  
Telefone: +55 (11) 4858-9049  
Contato: [ri@ultramarcapital.com](mailto:ri@ultramarcapital.com)  
Site: [www.ultramarcapital.com](http://www.ultramarcapital.com)

