

ULTRA-MAR
CAPITAL MANAGEMENT

— CARTA MACRO III: Amarração e Desamarração —
JUNHO 2024

Após uma janela desinflacionária global, ao longo do primeiro semestre de 2023, escrevemos na carta II, de julho daquele ano, que tal processo tinha se encerrado. O que se provou correto, mas vale adicionar dois pontos à análise da dinâmica inflacionária: primeiro – seja no Brasil, seja nos EUA – a inflação parou de cair no 3T23, porém, no final de 2023, a inflação baixa gerou uma certa euforia, que foi prontamente revertida e compensada no começo de 2024, de tal forma que a desinflação global é um call “old”, perto de comemorar seu primeiro aniversário desde seu fim. O segundo ponto, curiosamente, é que hoje a inflação no Brasil e nos EUA rodam praticamente no mesmo nível, caso isso permaneça, haverá implicações relevantes para os spreads de ambos os mercados.

No caso brasileiro houve um erro “venial, mas não mortal” ao se insistir na meta de 3,0%, calibrada para um arranjo econômico anterior ao choque exógeno da pandemia e incompatível com o lento processo de desglobalização, desencadeado pelas mudanças geopolíticas. A inflação brasileira convergiu para a meta antiga e correta em 4,5%, até um pouco abaixo disso, porém “grávida” de uma inflação de serviços, que deveria ser bem mais alta, dado o nível de desemprego. Verdade seja dita, a anomalia de inflação de salários muito abaixo do que o desemprego indicaria é global, Brasil é apenas um caso dentre muitos.

O problema brasileiro é que o BCB fez o dever de casa, mas, ao almejar muita opcionalidade frente às incertezas, se amarrrou voluntária e gratuitamente ao cenário de corte de juros nos EUA, onde é complicado dizer que o dever de casa de inflação foi feito pelo FED. São muitas as métricas de inflação de salários nos EUA, mas podemos considerar que elas se concentram entre 4 e 6% YoY, com a taxa nominal de juros do FED ficando quase no centro deste intervalo. Essa correlação das políticas monetárias do BCB e do FED, combinada com o fato de que o IPCA nunca convergiu para a meta – errada – em 3,0% é que cria o problema de política monetária brasileira, pois uma vez aceita a meta – errada – deveria se discutir alta e não corte de juros do ponto de vista estritamente técnico sem levar em conta o custo social e uma função de reação em conflito.

O ótimo para o Brasil seria utilizar todas as ferramentas de comunicação de que a autoridade monetária dispõe, para descorrelacionar a SELIC da FF (Fed Fund Rate) norte americana, deixando todo o *passthrough* da volatilidade global para o mercado livre de câmbio. Correlacionar discursos é importar ruído e volatilidade informacional em dobro, uma vez que o mesmo já é feito pelo câmbio, e tende a gerar maior desorientação e volatilidade na curva nominal de juros, mais prêmio de risco e mais ônus para as emissões do Tesouro Nacional. Num segundo momento, com uma política monetária local desvinculada da norte americana, ideal seria revisar a meta para um patamar realista, como por exemplo, com uma revisão escalonada para cima, de 25bps por ano, invertendo o processo de 2017. Uma revisão da meta de 2027 no CMN de junho para 3,5% já a

colocaria em cima do FOCUS para aquele ano e passaria a mensagem de que o modelo de metas de inflação ainda é crível.

Uma vítima inesperada da amarração do BCB ao FED e da meta em 3% pode ter sido a política de dividendos da Petrobras e a própria gestão da empresa. O juro real muito alto elevou bastante o déficit nominal e trouxe de volta como tema a sustentabilidade da dívida. Toda vez que aumenta o risco fiscal, o governo age de forma quase pavloviana, entrando em choque com o BC pela SELIC e com o Congresso em busca de arrecadação, linha essa de ação muito detratora de popularidade. O investimento da Petrobras em detrimento do dividendo é a forma mais fácil de “fazer o bolo crescer”. A arrecadação em cima da produção de petróleo é bem mais saudável do ponto de vista da sustentabilidade da dívida do que o simples pagamento de dividendos, que não deixa de ser uma canibalização do resultado futuro, uma vez que o Pré-Sal vai começar a declinar nos próximos 10 anos. Ademais, o capex de Petrobras gera PIB recorrente, o que não se pode dizer do dividendo. É algo que foge ao escopo da carta, mas precisa ser dito porque se repetirá: o conflito óbvio entre as metas ambientais do governo e as necessidades do próprio governo em produzir crescimento e arrecadação.

A situação muda drasticamente quando saímos de Brasil para os demais mercados desenvolvidos (DMs). Os DMs também têm uma desconfortável inflação de serviços e, num certo *déjà vu* do governo Dilma I, temos hoje Europa e Inglaterra com inflação represada por tabelamento e subsídio em energia. Mais grave ainda é que, claramente, o cenário de *commodities* e China está virando de desinflacionário para inflacionário, mas uma certa inércia intelectual amarra o mercado ao *call* antigo de desinflação, até vir uma sequência de surpresas altistas nos PPIs. Brasil e DMs possuem consequências de análise de sensibilidade distintas na relação entre inflação de serviços e desemprego: caso serviços no Brasil retorne para o patamar esperado, há uma leve piora no IPCA, caso o mesmo ocorra nos DMs, eles estarão em mares nunca dantes navegados.

Nos EUA, um CPI médio de 0,3% MoM coloca o YoY em 3,8% em novembro, quando o país elege o novo inquilino da Casa Branca. O viés é muito assimétrico para termos algo acima de 4,0%. Por mais que a meta seja o PCE Core, deve-se ser levado em conta qual índice gera, de fato, custo social; uma vez que os números de popularidade do presidente Biden indicam que, claramente, a inflação muito baixa do 4t23 não é nem de longe representativa do sentimento da sociedade. Reiteramos nosso ceticismo com a crença de que um CPI que fecha 2024 em 4%, após 18 meses do último *hike* do FED, vai convergir para 2% com o país rodando em pleno emprego.

Em um cenário de surpresa inflacionária nos DMs, que iniba o debate sobre corte de juros e incorpore a probabilidade de altas, ter-se-ia uma situação bastante danosa para o Brasil, uma vez que a meta atual exigiria grandes sacrifícios da autoridade monetária e da sociedade. Nesse cenário, se nada for feito, a credibilidade do sistema de metas de inflação ficaria abalada e mais desancoragem nominal ocorreria. A desamarração parece opcional hoje, mas não a fazer junto com algumas medidas preventivas coloca governo e BC em uma situação desnecessariamente frágil, que poderia acarretar no futuro, inclusive, uma rota de colisão ou uma autoridade monetária desacreditada.

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 Histórica¹

	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ	ANO	12M	Início	
2022	Fundo	-	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%
2023	Fundo	1,84%	1,24%	1,24%	0,52%	0,79%	1,86%	0,74%	1,42%	0,74%	1,09%	0,47%	0,83%	13,53%	13,53%	28,50%
	CDI	1,12%	0,92%	1,17%	0,92%	1,12%	1,07%	1,07%	1,14%	0,97%	1,00%	0,92%	0,90%	13,05%	13,05%	25,32%
2024	Fundo	0,68%	1,30%	0,22%	0,52%	1,37%	-	-	-	-	-	-	4,15%	11,82%	33,84%	
	CDI	0,97%	0,80%	0,83%	0,89%	0,83%	-	-	-	-	-	-	4,40%	12,01%	30,84%	

¹ 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	KPMG
Tributação	Busca o Longo Prazo
Taxa de administração ²	2%
Taxa de performance ³	20% do que exceder o CDI

² 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.

³ Pagos anualmente ou no resgate.

Movimentações

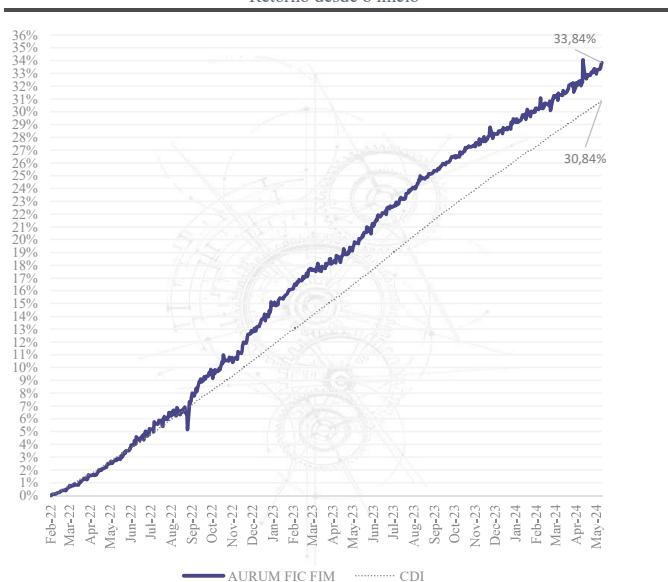
Horário limite para movimentações	Até as 14:30
Aplicação mínima	R\$ 10.000
Saldo mínimo	R\$ 10.000
Movimentação mínima	R\$ 5.000
Cota	Fechamento
Cotização de aplicação	D+0
Cotização de resgate	D+30
Liquidação	D+1 após Cotização
Taxa de antecipação do resgate ⁴	15%
Status	Aberto para aplicações

⁴ 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	1,33838800
Patrimônio Líquido de fechamento do mês	R\$ 23.151.058
Patrimônio Líquido médio (12 meses)	R\$ 20.523.070
Meses positivos	28
Meses negativos	0
Meses acima do cdi	14
Meses abaixo do cdi	14

Retorno desde o início*



* Atualizado até 31/mai/24

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 fundo(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.



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
Site: 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
Site: www.ultramarcapital.com

