Carta ao investidor

Alphatree Multimercado

Julho 2023

ALPHATREE capital

A **Alphatree Capital** é uma gestora de recursos independente fundada em 2021 por sócios diretores que possuem longa experiência em renomadas instituições financeiras.

A cultura da empresa é permeada pela transparência, colaboração e meritocracia de ideias.

Os gestores fizeram suas carreiras em áreas complementares, o que viabiliza a estruturação de um portfólio bastante diversificado. As decisões de investimento são alinhadas por um processo bem definido de colegiado em uma carteira única e otimizada.

Nosso primeiro fundo é o **Alphatree FIM**, um fundo multimercado com gestão discricionária, mas que faz uso intensivo de processos e ferramentas sistemáticas para a tomada de decisão. Nosso escopo de atuação são ativos globais, não se limitando ao mercado brasileiro.

Os Luditas e o Mercado Financeiro brasileiro

Na Inglaterra do século XIX, o epicentro da primeira Revolução Industrial, um evento emblemático capturou a tensão entre o avanço tecnológico e o trabalho humano: as revoltas dos Luditas.

Os Luditas eram um grupo de trabalhadores têxteis que, sentindo-se ameaçados pela mecanização da produção, começaram a destruir as máquinas que acreditavam ser a causa de seus problemas. Uma das revoltas mais notórias ocorreu em 11 de março de 1811, em Nottingham, onde trabalhadores descontentes saíram à noite e destruíram os teares mecanizados, máquinas que eram mais rápidas e mais eficientes do que o trabalho humano tradicional.

O movimento Ludita não conseguiu parar o avanço da mecanização. Os trabalhos que os Luditas temiam perder eventualmente desapareceram à medida que a indústria têxtil se tornava cada vez mais mecanizada. Ironicamente, a mecanização aliviou os trabalhadores das tarefas mais pesadas e monótonas. As máquinas eram capazes de realizar trabalhos pesados, precisos ou repetitivos com maior eficiência do que os humanos, liberando as pessoas para se concentrarem em outras tarefas, estimulando a inovação.

A produção industrial disparou, permitindo a criação de bens em uma escala e velocidade que teriam sido inimagináveis antes. Isso não só estimulou o crescimento econômico, mas também levou a uma queda significativa nos preços dos bens, tornando-os mais acessíveis à população em geral.

Assim como a mecanização transformou a indústria têxtil no século XIX, a automação e a inteligência artificial estão mudando a face do mercado financeiro nos dias de hoje. Algoritmos complexos, capazes de analisar grandes volumes de dados e aprender com os padrões que encontram, estão assumindo tarefas antes confiadas à intuição humana e experiência adquirida. Eles são capazes de realizar transações em velocidades que superam qualquer trader humano e, assim como as máquinas do século XIX, trabalham incansavelmente, processando informações e realizando transações 24 horas por dia.

Tal como ocorreu durante a primeira revolução industrial, percebemos na indústria de fundos de investimento brasileira uma certa resistência e um viés contra os Fundos Quantitativos e a Análise Quantitativa. Contudo, observando a indiscutível aceitação da Análise Quantitativa no mercado americano, estamos confiantes de que a evolução da indústria brasileira nessa direção é inevitável e apenas uma questão de tempo.

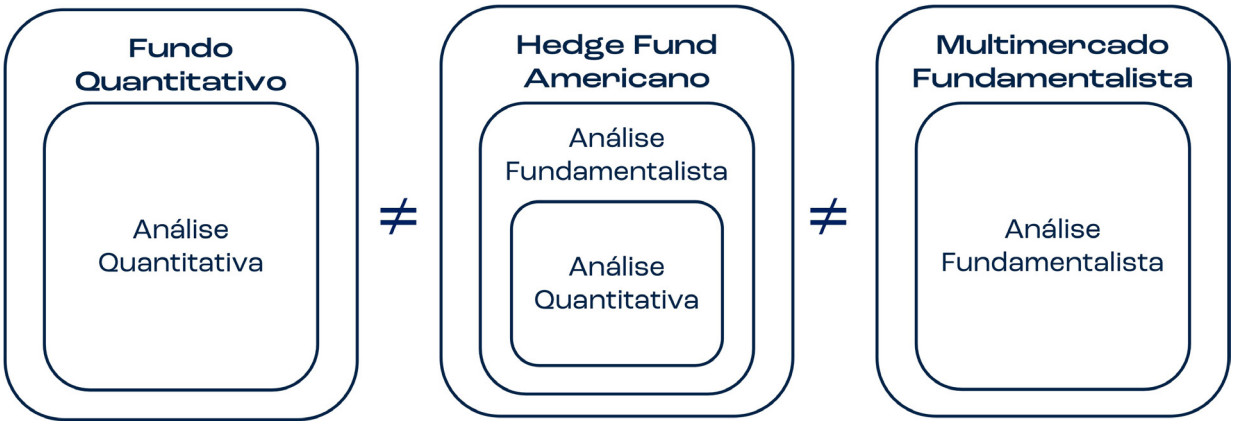
Fundo Quantitativo ≠ Análise Quantitativa

Em reuniões institucionais, é comum nos questionarem: 'A Alphatree é um fundo quantitativo?' **Nós na Alphatree fazemos Análise Quantitativa, mas não somos um Fundo Quantitativo.**

O que define, afinal, um fundo quantitativo? De acordo com a definição na Wikipédia, um fundo quantitativo é um tipo de fundo de investimento que se baseia estritamente na análise quantitativa para a gestão de seus ativos, em vez de depender da análise fundamentalista conduzida por humanos. Em outras palavras, a característica distintiva de um fundo quantitativo clássico reside no fato de ele recorrer unicamente à análise quantitativa, excluindo por completo a análise fundamentalista.

No entanto, vale ressaltar que o uso da análise quantitativa não é monopolizado pelos fundos quantitativos. Esta metodologia é amplamente utilizada em uma variedade de campos, que vão desde finanças e economia até ciências sociais, ciências naturais e engenharia. A análise quantitativa é uma abordagem analítica que emprega métodos matemáticos, estatísticos e computacionais para extrair insights e tomar decisões com base em números e medidas objetivas.

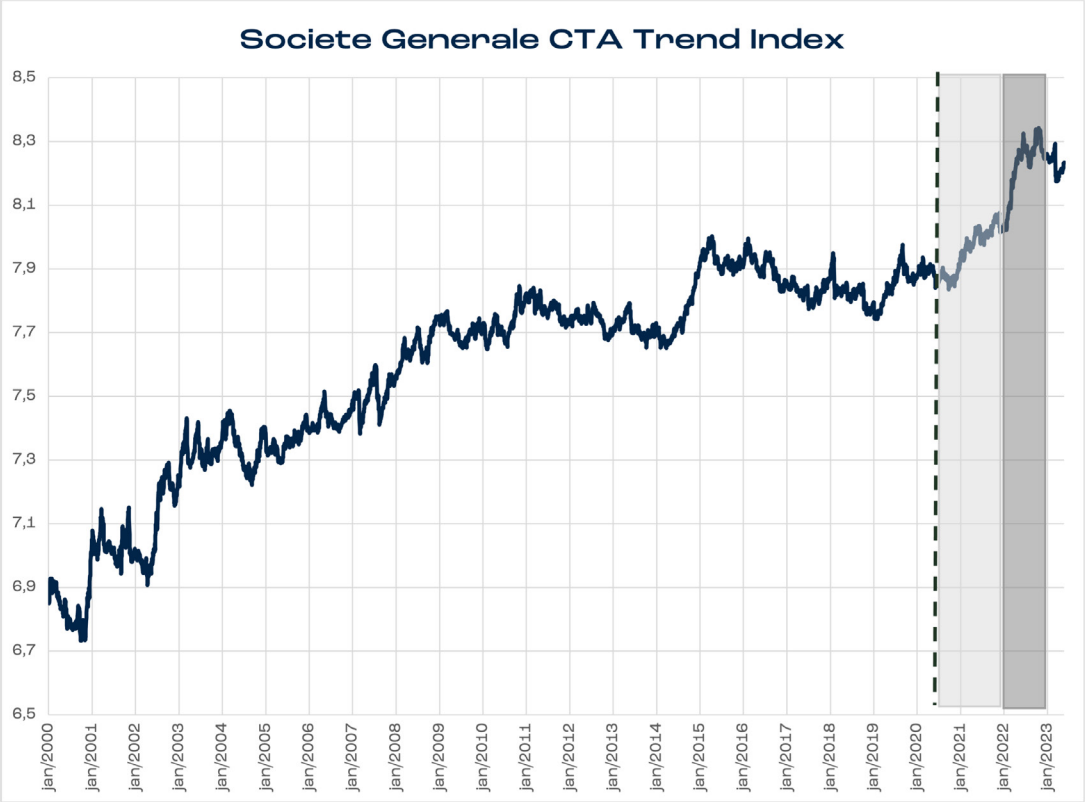
Nos últimos anos, observamos uma tendência significativa entre os Hedge Funds americanos que tradicionalmente se baseavam na análise fundamentalista para a tomada de decisões: a incorporação gradual da análise quantitativa como ferramenta primordial em seu processo decisório. Hoje, nas grandes gestoras, é praticamente inimaginável a tomada de decisões que não se apoie fortemente em ferramentas quantitativas e processos sistemáticos. Essa abordagem híbrida permite a essas gestoras o aproveitamento dos pontos fortes tanto da análise quantitativa quanto da fundamentalista, otimizando os retornos e mitigando os riscos.



Seguindo a tendência observada no mercado americano, a Alphatree está comprometida em empregar a análise quantitativa como um pilar central em nossos processos de tomada de decisão desde a sua fundação. Este compromisso nos permite aproveitar as vantagens desta abordagem, proporcionando um equilíbrio entre a precisão matemática da análise quantitativa e o insight da análise fundamentalista, em um esforço contínuo para maximizar retornos e minimizar riscos.

Apoastro

Similar a um pêndulo alcançando seu apoastro, o ciclo de endurecimento das políticas monetárias e fiscais globais parece ter atingido seu extremo. Coincidentemente, muitas tendências nos ativos financeiros parecem ter marcado seus pontos mais altos no segundo semestre de 2022. Após o forte movimento de reprecificação, uma pausa tem se desenhado nos últimos meses, fazendo com que o mercado apresente poucas oportunidades significativas a curto prazo.



Fonte: Bloomberg, Societe Generale Trend Index

O gráfico acima mostra o Societe Generale CTA Trend Index que tem como objetivo acompanhar o desempenho agregado de uma seleção de estratégias de negociação de tendência aplicadas por Commodity Trading Advisors (CTAs). Fica evidente que, após o início da pandemia de Covid-19 (marcado pela linha tracejada verde escura), houve uma forte performance dos *Trends*. Isso se manteve durante 2020 e 2021, período no qual a política monetária estava relativamente relaxada (área destacada em cinza claro no gráfico), e continuou em 2022, quando houve um ciclo intensivo de aperto (área ressaltada em cinza escuro no gráfico). Contudo, nos últimos meses, com as políticas monetárias já em clima de "fim de jogo", as tendências passaram a apresentar uma performance menos destacada.

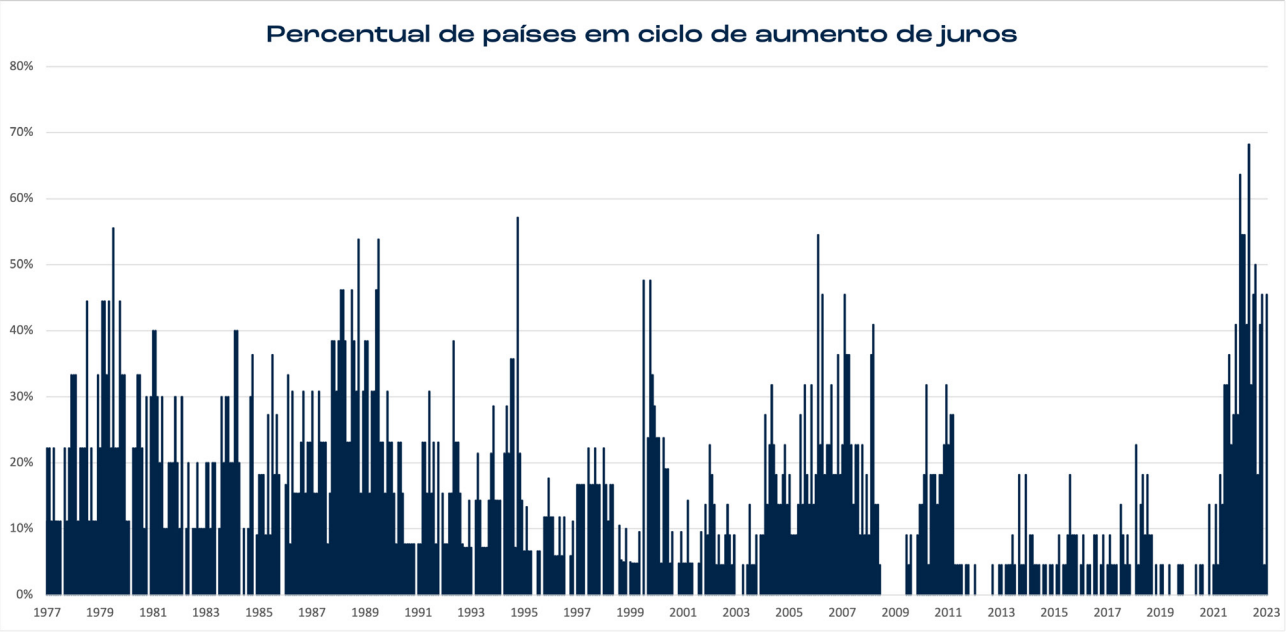
Vamos detalhar o nosso cenário macroeconômico na próxima seção. Todavia, projetamos que os bancos centrais ao redor do globo (ainda que possivelmente motivados por razões discutíveis) iniciarão um ciclo de suavização monetária ainda este ano. Da mesma forma que ocorreu em 2021/2022, isso provocará uma nova onda de reavaliações e, consequentemente, novas tendências em ativos surgirão.

Destacamos o Brasil como o principal candidato para iniciar este novo ciclo, pois está em um estágio mais avançado em termos de ciclo de política monetária em comparação a outros países.

Cenário Econômico

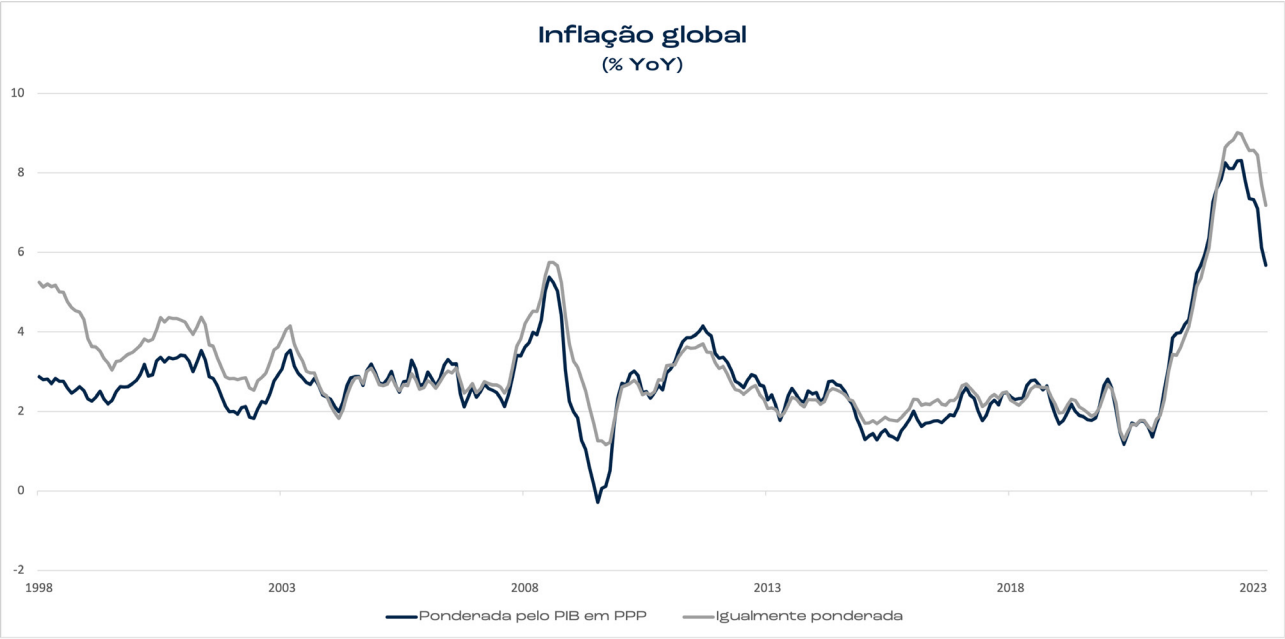
O cenário econômico segue parecido com o que descrevemos em nossa última carta: estruturalmente o principal problema continua sendo o da inflação persistente, com raízes na expansão fiscal realizada como combate à pandemia de Covid 19. Ainda assim, ciclicamente, estamos vendo a inflação ceder, lentamente, devido à menores pressões de preços de bens industriais e com preço dos serviços ainda resistente.

O que mais nos chama atenção no parágrafo acima não é a veracidade dele, mas a facilidade que temos atualmente em resumir o cenário econômico global em apenas algumas linhas. Se tirarmos a China da conta, o sincronismo do ciclo econômico entre os outros países que vimos recentemente é dos maiores já vistos em nossas carreiras. Tanto faz se o país é desenvolvido ou em desenvolvimento; quase todos estão passando por um surto inflacionário forte para seus padrões recentes, com início no fim da pandemia, sendo que recentemente essa inflação começa a mostrar ligeira queda, mas para patamares ainda desconfortáveis. Obviamente os bancos centrais estão tentando reagir a isso ao promover um aperto monetário considerável, sendo que em alguns países o ciclo de alta parece já ter terminado, e outros ainda estão nas últimas etapas do processo. Os gráficos abaixo deixam esse ponto bem claro.



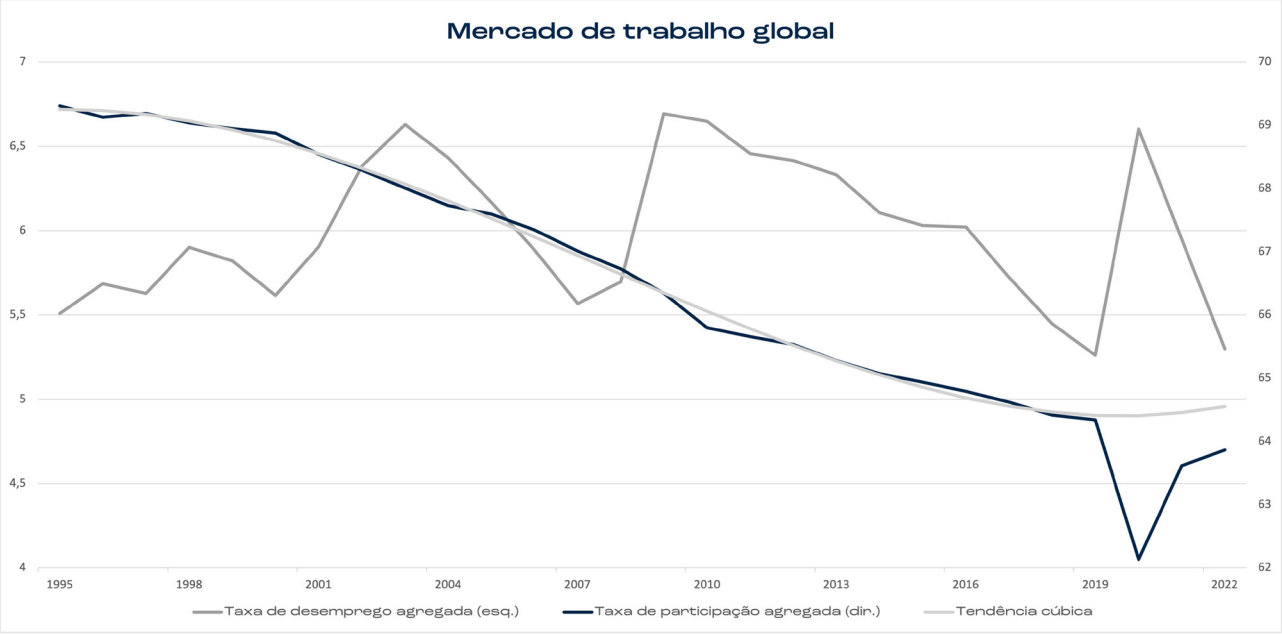
Fonte: BIS e Alphatree[1]

1 Consideramos que um país se encontra em "ciclo de aumento de juros" em determinado período se a taxa de juros nesse período for superior à taxa do período anterior. Para a construção da série consideramos os seguintes países: África do Sul, Austrália, Brasil, Canadá, Chile, China, Colômbia, Coreia do Sul, Dinamarca, Estados Unidos, Japão, México, Noruega, Nova Zelândia, Polônia, Reino Unido, República Tcheca, Suécia, Suíça e Zona do Euro.



Fonte: FMI e Alphatree[2]

Mas não é só nesses detalhes que os países se parecem. Como o parágrafo inicial comenta, a quebra da inflação também é similar, com bens industriais liderando a pressão no início e serviços puxando a alta nesse momento. Ainda, o mercado de trabalho de quase todos os lugares está bastante aquecido, com taxas de desemprego baixas para padrões históricos recentes (em alguns casos em mínima histórica). Os salários nominais subiram, mas inicialmente ficaram abaixo da inflação e só agora os trabalhadores começam a ver ganhos reais. E, de forma um pouco preocupante, a despeito desses aumentos recentes de salário real um menor número de trabalhadores parece disposto a ofertar trabalho do que se comparado com a tendência de antes da pandemia em vários países.

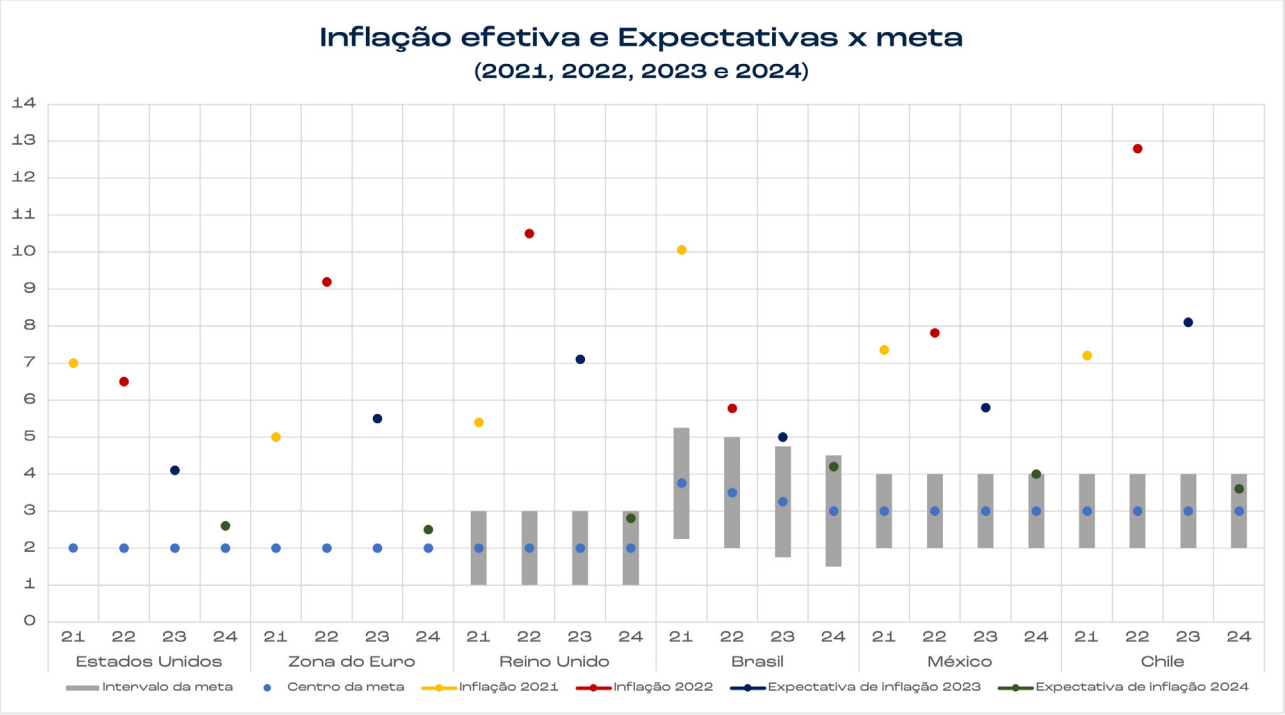


Fonte: FMI, Banco Mundial e Alphatree[3]

2 Para a construção das séries consideramos os mesmos países que compõem o gráfico anterior.

3 A ponderação foi feita com base no tamanho da população do respectivo país. Os países que compõem as séries agregadas são: África do Sul, Austrália, Brasil, Canadá, Chile, China, Colômbia, Coreia do Sul, Dinamarca, Estados Unidos, Japão, México, Noruega, Nova Zelândia, Polônia, Reino Unido, República Tcheca, Suécia, Suíça e Zona do Euro.

Outro ponto de similaridade entre os países atualmente é que os Bancos Centrais estão sofrendo pressões (políticas ou apenas de mercado) por cortes na taxa de juros, a despeito da inflação estar acima da meta, dos mesmos terem estourado suas metas para cima em anos recentes e das expectativas de inflação estarem em patamares altos.



Fonte: Bloomberg. Atualizado em 19/06/2023

A sensação geral é que a taxa de juros está "muito alta", visto que a inflação está em queda e o juro atual é o maior em muitos anos. A situação brasileira parece um pouco mais avançada do que as dos demais países: não só a pressão no Banco Central por cortes de juros parece maior por aqui, como nossa inflação têm surpreendido para baixo com mais consistência nos últimos meses. Ainda assim, tal desenvolvimento da inflação ainda é recente, e o tema geral dos últimos meses ainda parece ser a similaridade dos países. Nesse sentido, discussões locais como o papel do BC e o tamanho da meta por aqui, o ciclo de inflação residencial nos EUA e os efeitos da Guerra Ucrânia-Rússia e o Brexit na Europa parecem pouco relevantes para o ciclo econômico.

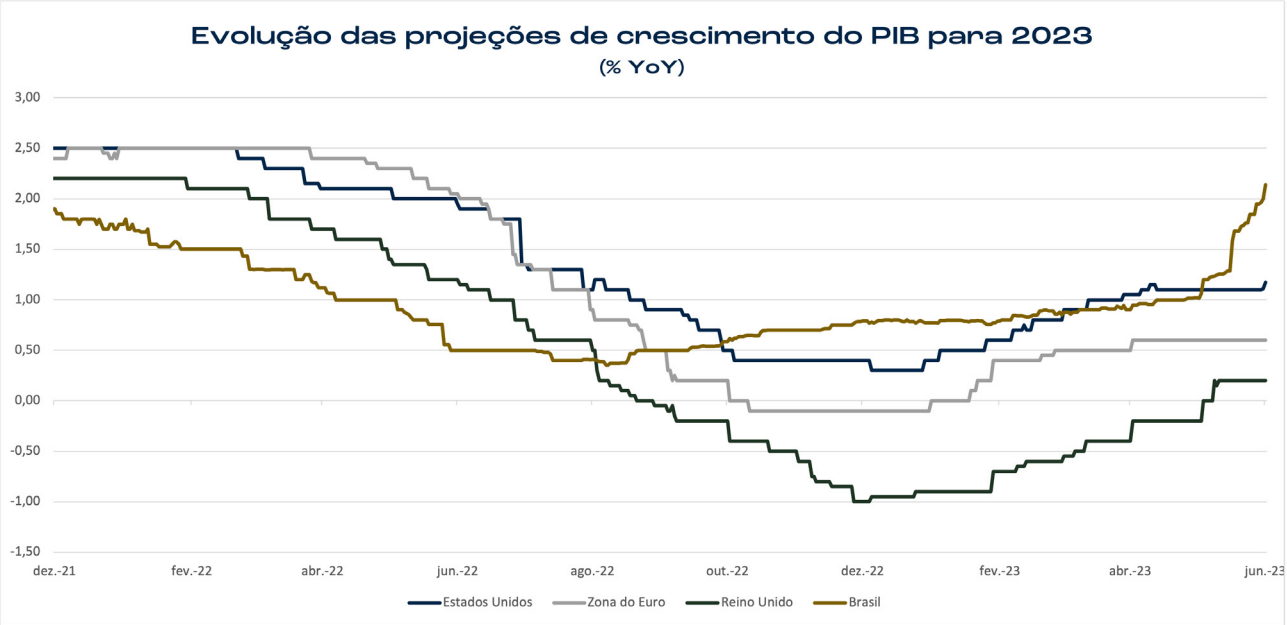
Nossa avaliação é que atualmente não há um casamento entre as visões de mercado e os fundamentos econômicos no que se refere às pressões por cortes de juros. Os juros realmente estão altos para padrões recentes, mas a situação de inflação, ainda que melhor do que no auge do processo inflacionário, continua não sendo boa. Mais ainda, não é apenas o mercado de trabalho que chama atenção pela força; os sinais gerais de atividade econômica seguem bastante robustos, em particular na parte de consumo das famílias. De fato, esse último ponto é nossa maior surpresa de cenário nos últimos meses. A tabela abaixo, retirada de um artigo de Alex Domash e Lawrence Summers[4] sugere que os níveis que atingimos de inflação e desemprego deveriam ou já ter gerado uma recessão, ou estarmos muito próximos disso.

4 "A Labor Market View on the Risks of a U.S. Hard Landing." publicado em 2022 como working paper do NBER

Historical probability of a recession conditional on different levels of wage inflation and unemployment, using data from 1955-2019

	Avg quarterly wage inflation above:	Avg quarterly UR below:	Prob. Recession over next 4-quarters	Prob. Recession over next 8-quarters	Number of quarters	When did US economy most recently cross threshold?
Wage inflation only	3%	#N/A	28%	51%	110	Q3 2021
	4%	#N/A	33%	55%	67	Q3 2021
	5%	#N/A	37%	66%	41	Q3 2021
Unemployment rate only	#N/A	6%	24%	46%	115	Q2 2021
	#N/A	5%	30%	55%	64	Q4 2021
	#N/A	4%	40%	68%	25	Q1 2022
Wage inflation & unemployment rate	3%	6%	35%	63%	80	Q3 2021
	3%	5%	37%	63%	51	Q4 2021
	3%	4%	44%	65%	23	Q1 2022
	4%	6%	43%	70%	44	Q3 2021
	4%	5%	41%	62%	29	Q4 2021
	4%	4%	33%	60%	15	Q1 2022
	5%	6%	52%	91%	23	Q3 2021
	5%	5%	64%	100%	11	Q4 2021
	5%	4%	50%	100%	8	Q1 2022

Até agora essa desaceleração de atividade não só não veio, como os números de PIB ao redor do mundo tem surpreendido para cima. Na nossa primeira carta, nossa projeção de PIB brasileiro para o ano de 2023 era de -1%, o que era relativamente consensual na época. Hoje projetamos crescimento de 2,2% para nossa economia, algo que é maior que o consenso de mercado, mas não por muito. E o consenso vem pouco a pouco em alta[5], como o gráfico abaixo que traz a evolução do PIB de 2023 do relatório Focus do Banco Central deixa claro. Nos EUA e Europa a situação é parecida:



Fonte: Bloomberg e Focus

5 Tivemos um movimento importante de mudança de projeções de atividade com a divulgação do PIB do primeiro trimestre no início de junho, que trouxe uma surpresa de crescimento grande no setor de agropecuária em particular. Parte do efeito de mudanças nas projeções vêm daí. Isso posto, a melhora da agropecuária não explica todo o movimento, visto que desde o começo do ano estamos acompanhando dados levemente acima do esperado na parte de serviços, e o consenso de PIB de 2023 sobe quase ininterruptamente desde meados do ano passado.

É difícil acreditar que os juros atuais estão de fato "muito altos" quando a inflação está resistente e a atividade surpreendendo para cima. Na nossa visão, esse fenômeno é evidência da tese que carregamos desde o início do fundo, e que foi explorada em nossa primeira carta: o aumento global das taxas de juros neutras, com ciclos de juros tendo picos e vales cada vez maiores, de maneira similar ao que foi visto no mundo nas décadas de 1960 e 1970 e ao contrário do que vimos no período entre as décadas de 1980 e 2010. Recentemente, essa tese passou a ganhar adeptos importantes, como alguns diretores do Banco Central brasileiro, a julgar pelo trecho abaixo expresso no parágrafo 7 da ata da decisão de maio.

> *"Ainda em seu debate sobre a taxa de juros neutra vigente na economia, alguns membros levantaram um outro aspecto, agora relativo à conjuntura recente de dados econômicos. Tais membros ressaltaram que a conjuntura marcada por uma possível elevação das taxas de juros neutras nas principais economias, resiliência na atividade brasileira e um processo desinflacionário lento poderia ser compatível com uma medida de taxa neutra mais alta do que aquela utilizada pelo Comitê."*

No nosso entendimento, estamos passando por um processo em que a causalidade entre economia e mercado é a reversa da usual: hoje estamos discutindo sobre quando os Bancos Centrais globais iniciarão seu ciclo de corte não porque o cenário econômico diz que isso é razoável, no sentido das melhores projeções de inflação estarem próximas das metas, mas sim porque as curvas futuras de juros incluem esse cenário em suas contas e a inflação corrente está mostrando alguma redução. De fato, frequentemente os banqueiros centrais do mundo todo vem tentando dissuadir os agentes de precificar cortes tão cedo, prometendo manter as taxas de juros em níveis altos por período prolongado, em claro conflito com o que acontece com o mercado.

A dificuldade da gestão de recursos é que o parágrafo acima não é suficiente para dizer que "o mercado está errado". De fato, em um artigo recente Caballero e Simsek[6] mostram que quando o Banco Central tem uma visão diferente sobre os rumos da economia do que o mercado, o mais correto para a autoridade monetária é fazer uma política de juros que seja influenciada por uma mistura de visões vindas do próprio BC e do mercado, visando evitar um aumento nos prêmios de risco associados à percepção de erro da política monetária. Nesse sentido, a visão de mercado de que teremos um ciclo de queda de juros próximo deve pressionar e, com o passar do tempo, influenciar os bancos centrais, de tal maneira que acreditamos que esse ciclo cedo ou tarde irá ocorrer. De fato, é de se notar que desde 2015 o FED nunca optou por uma decisão que tivesse menos de 70% de probabilidade implícita de ser feita na véspera de sua decisão e o Copom fez isso em apenas 2 oportunidades, no mesmo período[7].

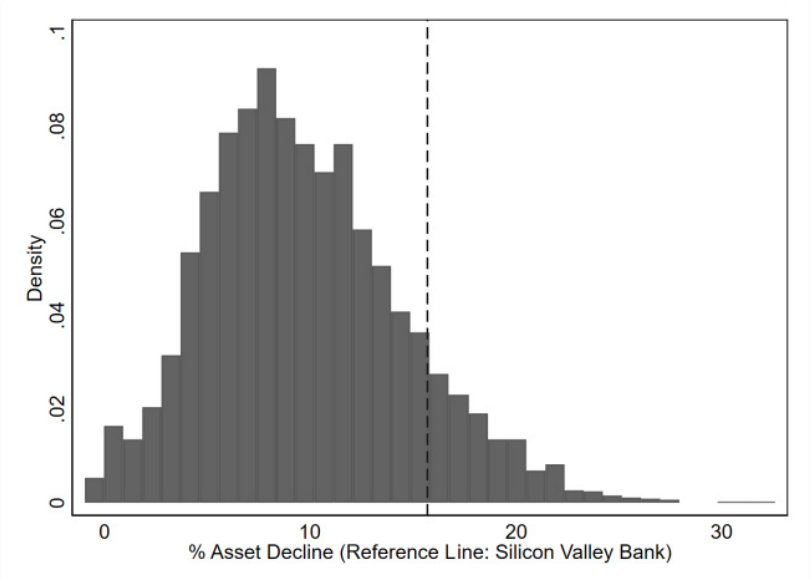
Dessa maneira acreditamos que o próximo movimento dos juros deve de fato ser para baixo ao redor do globo; ainda que atualmente seja difícil precisar quando isso começa. Um fator que pode acelerar o processo são as dificuldades que o setor bancário norte americano está passando no momento, e que deixam o setor de crédito com muito mais risco do que o usual. Os dois gráficos abaixo, retirados de um recente trabalho acadêmico[8], deixam esse ponto claro. O primeiro mostra que as perdas de ativos do setor bancário americano com

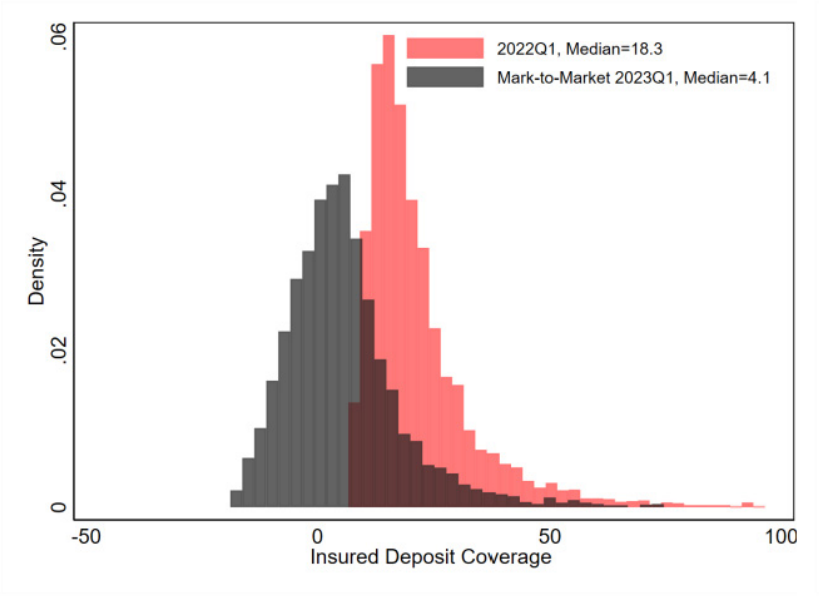
6 A Monetary Asset Pricing Model" publicado em 2022 como working paper do NBER.

7 Obviamente as autoridades monetárias tentam guiar o mercado com seus discursos para levar a precificação de sua próxima decisão para algo próxima do que gostaria. Ainda assim o argumento mostra que se os Bancos Centrais não conseguiram "convencer" o mercado do que acham correto, dificilmente eles optam por surpreender com uma decisão atípica.

8 "Monetary Tightening and U.S. Bank Fragility in 2023: Mark-to-market losses and uninsured depositor runs?" escrito por Erica Xuewei Jiang, Gregor Matvos, Tomasz Piskorski e Amit Seru e publicado em 2023 como working paper do NBER.

o processo de aumento de juros foram altas, com média próxima de 10% do total de ativos. Já o segundo combina essas perdas com uma maior exposição dos bancos à depósitos não assegurados (mais suscetíveis a possíveis retiradas) e mostra que o índice de cobertura de depósitos de hoje fica negativo, e logo o banco insolvente, em uma simulação de fuga desses depósitos não assegurados muito mais facilmente do que em 2022 (histograma em vermelho é a situação de 2022 e o em cinza é a situação de agora). Apesar do risco mais elevado, no entanto é difícil precisar se um evento bancário maior, que force uma mudança de comportamento dos BCs globais vai de fato acontecer esse ano, visto que esse risco é inerentemente endógeno às expectativas. Por hoje parece que esse risco diminuiu com relação ao pico da quebra do Silicon Valley Bank em março, e que as medidas tomadas pelo FED parecem ter ido na direção certa, mas certamente é cedo para comemorar vitória.





Enquanto nada disso acontece, seguimos acompanhando o processo de desinflação e monitorando riscos de recessão, visto que é justamente desses movimentos que devem sair as novas tendências de mercado. No meio tempo, devemos continuar em um mercado "bipolar", ora com medo da recessão futura/postura dura dos bancos centrais, ora comemorando a resiliência do presente e as ligeiras quedas de inflação.

Comentário do Comitê de Investimentos

"No mês de junho o fundo Alphatree FIC FIM rentabilizou +3,11%. Sobre os principais fatores de performance: a posição em moedas teve uma alta de +2,67% e a posição em renda fixa somou +0,22%. Já a posição em renda variável apresentou perdas de -0,65%. A posição em commodities ficou zerada no período".

Informações gerais

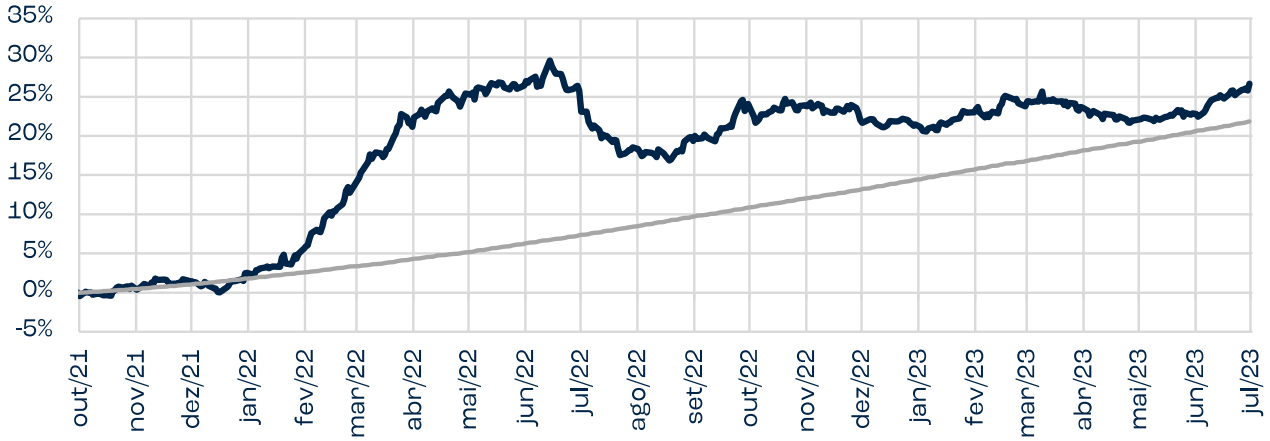
Data Início	30/09/2021	Aplicação Inicial Mínima	R$ 5.000
Público Alvo	Investidor Qualificado	Movimentação Mínima	R$ 1.000
CNPJ do Fundo	39.506.707/0001-00	Saldo Mínimo	R$ 5.000
Classificação ANBIMA	Multimercado - Estratégia Livre	Aplicação Cotização	D+1 (útil)
Gestor	Alphatree Capital Gestão de Recursos Ltda	Aplicação Liquidação	D+0
Administrador	Santander Caceis Brasil DTVM S.A.	Resgate Cotização	D+30
Custodiante	Santander Caceis Brasil DTVM S.A.	Resgate Liquidação	D+2 (úteis)
Taxa de Administração*	2,00 % a.a.		da cotização
Taxa de Performance	20% do que exceder CDI		

*Taxa de administração total de 2,00% a.a., considerando 1,90% a.a. referente ao Alphatree FIC FIM e 0,10% a.a. referente ao Alphatree Master FIM.

Rentabilidade (%)

		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	**Ano**	**Acumulado**
2021	**Fundo**	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,94%	0,44%	1,14%	2,54%	**2,54%**
	CDI	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,48%	0,59%	0,76%	1,84%	**1,84%**
2022	**Fundo**	3,05%	6,74%	7,46%	3,51%	0,82%	-0,52%	-5,76%	0,70%	3,95%	-0,14%	-1,49%	-0,48%	18,49%	**21,49%**
	CDI	0,73%	0,75%	0,92%	0,83%	1,03%	1,01%	1,03%	1,17%	1,07%	1,,02%	1,02%	1,12%	12,37%	**14,44%**
2023	**Fundo**	1,25%	0,65%	-0,16%	-1,32%	0,71%	3,11%	-	-	-	-	-	-	4,26%	**26,67%**
	CDI	1,12%	0,92%	1,17%	0,92%	1,12%	1,07%	-	-	-	-	-	-	6,50%	**21,88%**

Rentabilidade acumulada (%)



Contato

institucional@alphatree.com.br
+55 11 5242-2000
www.alphatree.com.br

Rua Ramos Batista, 198, 14º andar, conjunto 142
CEP: 04552-020 - Vila Olímpia - São Paulo - SP
Brasil

Autorregulação ANBIMA
Gestão de Recursos

A Alphatree Capital Gestão de Recursos Ltda não comercializa e nem realiza a distribuição de cotas de fundos de investimento ou quaisquer ativos financeiros. Entre em contato com os distribuidores autorizados para investir em nossos fundos. O conteúdo desta Carta pode não ser direcionado para todos os tipos de investidores, leia atentamente o prospecto, a lâmina de informações essenciais, se houver, e o regulamento antes de investir. A decisão final é sempre do investidor e deve ser tomada levando em consideração todos os riscos, preços, taxas e circunstâncias envolvidas. A Alphatree, seus sócios, funcionários e administradores não se responsabilizam por qualquer perda direta, indireta ou decorrente do uso das informações aqui contidas.
O desempenho passado não necessariamente indica resultados futuros e nenhuma declaração ou garantia, expressa ou implícita, é aqui feita sobre o desempenho futuro. A rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura. Os fundos de investimento não contam com garantia do administrador, do gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou fundo garantidor de créditos – FGC. Este fundo tem menos de 12 (doze) meses e para avaliação da performance de um fundo de investimento, é recomendável a análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. As informações deste material técnico são baseadas em simulações e os resultados reais poderão ser significativamente diferente, não constituindo qualquer declaração, participação, promessa, oferta, solicitação ou garantia por parte da Alphatree. Este material não pode ser copiado, reproduzido ou distribuído sem a prévia e expressa concordância da Alphatree. Para maiores informações entre em contato conosco: www.alphatree.com.br, contato@alphatree.com.br/ 55 11 5242-2000

Alphatree FIC FIM

Carta ao investidor | Julho 2023

contato@alphatree.com.br alphatree.com.br
R. Ramos Batista, 198, Conj. 142 - Vila Olímpia, São Paulo - SP, 04552-020