

# CARTA FEVEREIRO 2022

## Principais Indicadores

### Locais

CDI +0,76%, Ibovespa +0,89%, Prefixados (IRF-M) +0,58%, Ativos IPCA (IMA-B) +0,54%, Imobiliários (IFIX) -1,29%, Dólar (Ptax) -4,07%, Multimercados (IHFA) +1,21%

### Internacionais

MSCI AC: -2,70%, S&P 500 -3,14%, Euro Stoxx 600 -3,36%, MSCI China -3,90%, MSCI EM -3,06%, Ouro +5,80%, Petróleo +8,59% e Minério de ferro -12,35%

## CENÁRIO MACRO

O mercado ganhou um novo motivo para aumentar a volatilidade nos preços: o conflito entre Rússia e Ucrânia. Neste cenário que vamos comentar com mais detalhes abaixo, observamos os ativos internacionais de risco com movimentos negativos nos países desenvolvidos e o mercado local se beneficiando deste cenário no curto prazo, assim como foi em janeiro.

Seguem as atualizações dos temas globais considerados como os mais importantes na visão do nosso Family Office:

## INTERNACIONAL

A Guerra entre Rússia e Ucrânia e os seus impactos econômicos

•**Resumo do mercado internacional:** Decidimos pela primeira vez não incluir mais os resumos voltados sobre a Covid-19 no mundo. É claro que seguiremos acompanhando de perto o assunto nos nossos comitês internos e acompanhamentos semanais que enviamos aos clientes, mas entendemos que o impacto agora poderá ser observado via monitoramento dos principais indicadores econômicos globais.

A velocidade da informação hoje em dia é algo perigoso. Os temas principais são voláteis e deixar de acompanhar algo por estar momentaneamente “fora do radar” pode machucar os portfólios de maneira abrupta.

Dada a introdução acima, gostaríamos de traçar alguns cenários para a economia global com o conflito entre Rússia e Ucrânia. Na última carta, comentamos sobre o risco nos preços das commodities diante do conflito e que iríamos torcer para que fosse algo temporário, mas infelizmente não foi o que ocorreu.

O conflito acabou extrapolando e muito o cenário-base do mercado (que será contextualizado no próximo tópico para quem tiver interesse em aprofundar um pouco mais) e foi capaz de unir o Ocidente de maneira extraordinária, com alguns pontos que valem destaque: (i) A estratégia de Putin inicial “fracassou”, com a Europa mudando o tom inicial mais brando de sanções para algo extremamente agressivo, como o corte

da Rússia do Swift (Alemanha foi a grande surpresa nesse ponto), (ii) Uma “solidariedade” acima do esperado com vários países enviando armamentos e outros equipamentos de guerra para a Ucrânia, incluindo ainda as grandes empresas globais que chegaram a auxiliar o país de alguma forma ou rapidamente baniram relações comerciais com a Rússia, (iii) Envio do pedido da Ucrânia para entrada na UE, algo surpreendente e que pode ocorrer nos próximos dias via reunião extraordinária e (iv) Queda de apoio claro por parte da China, que não viu como uma “grande oportunidade” à medida que o Ocidente se movimentou com alta velocidade sobre o assunto.

Sem dúvidas, sobre geopolítica esses foram os temas que mais nos chamaram atenção até o momento. Esse cenário pode garantir acordos diplomáticos futuros interessantes em prol da globalização dos países mais “aderentes” ao pensamento Ocidental, mas no curto prazo geram muitos desafios quanto ao tema inflacionário.

Na nossa visão, as commodities como um todo devem seguir muito pressionadas nos próximos meses e o risco de um cenário de estagflação aumentou bastante em algumas regiões: (i) Nos EUA, enxergamos um cenário mais inflacionário, porém com a economia crescendo de maneira robusta. Isso vai fazer com que o FED continue com o ciclo de aperto ainda em março, mas que no curto prazo possa querer observar um pouco mais os efeitos do conflito exposto acima antes de um “ajuste” mais acelerado. Imaginar um cenário geopolítico que obrigue os EUA a entrar de maneira direta na guerra não está no preço, mas seria difícil imaginar o governo ter que aumentar os gastos públicos com um custo de dívida cada vez mais alto. (ii) Na Europa, o cenário mudou bastante na nossa visão, para algo muito mais cauteloso. A dependência da Rússia na região era muito alta, principalmente para países como Alemanha e Itália. A inflação seguirá pressionada e o crescimento econômico dificilmente terá forças para ser robusto, coas com os custos commodities podendo desacelerar boa parte das economias. (iii) Na China, entendemos que o país pode se “beneficiar” no curto prazo, mas teriam problemas maiores no longo prazo. No curto prazo, os benefícios seriam devido ao momento do ciclo monetário que é de novos estímulos e flexibilização do crédito, ou seja, a estagflação não seria um risco. Há ainda uma opcionalidade do país ser a “única” saída da Rússia para relações comerciais, mas com uma barganha longe de ser de “igual para igual” nas negociações. No longo prazo, a agenda de sanções contra o país pode aumentar com o Ocidente mais alinhado. (iv) Por fim, os países emergentes podem se beneficiar dos fluxos maiores para aqueles com riscos geopolíticos menores (Turquia e Rússia estão completamente fora do radar no momento) e com o ciclo de aperto monetário já iniciado desde o segundo semestre do ano passado. O importante nesse caso é acompanhar a relação dívida/PIB de médio prazo com o crescimento econômico de curto prazo.

#### • Especial - Comentários sobre a Guerra entre Rússia e Ucrânia

Em fevereiro acompanhamos um dos principais eventos geopolíticos dos últimos anos. A invasão da Rússia já era dada como certa, ao menos como cenário base. No

entanto, a invasão total do país vizinho trouxe à tona um cenário bem mais pessimista que o previsto.

Podemos destacar aqui um breve resumo dos fatos, assim como possíveis razões da invasão russa e prováveis consequências que teremos daqui em diante.

Em primeiro lugar, chama atenção a não existência de barreira geográfica entre os dois países em sua fronteira. Da capital ucraniana, Kiev, por exemplo, temos um terreno totalmente plano o que eventualmente poderia facilitar um ataque a Moscou por terra, cidade a cerca de 800 km de distância. No mais, é sabido que o governo Russo já se sentia pressionado com uma provável entrada do país vizinho à OTAN. Outros possíveis catalisadores para a invasão russa se dão também através dos momentos políticos de alguns países chaves no desdobramento da questão. Atualmente, temos um governo americano novo e já com pouco poder. O gap de poder também pode ser visto na Alemanha, com também um novo governo sob gestão. Analistas políticos acreditam que a invasão neste momento também está atrelada a pouca união de poder de potências chaves.

Outro ponto interessante de citar são as reservas acumuladas pelo governo russo ao longo dos últimos anos. O país hoje é bem menos vulnerável à imposição de sanções pelas economias ocidentais, dado a reserva de mais de US\$600bi acumulada ao longo da última década. Sendo assim, temos uma conjuntura de eventos que na visão russa trouxe o momento ideal para a invasão. Vale dizer ainda que, os rebeldes russos já ocupavam o território leste da Ucrânia, região onde a grande maioria da população fala russo.

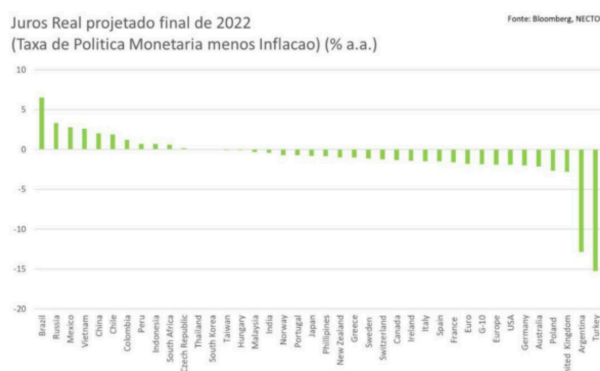
Analisando brevemente o contexto, pensando em possíveis implicações, temos um conflito bastante inflacionário. Isto porque, tanto Rússia como Ucrânia são grandes produtores de algumas commodities. No caso Russo, o país é responsável por 40% da produção global de Paládio (matéria prima utilizada na indústria automotiva), 10% da produção global de petróleo, 15% de gás natural e 10% do ouro, aproximadamente. O conflito pode se tornar ainda mais inflacionário dado o baixo nível de estoques que já observamos em diversas commodities e pela escassez de investimento no setor de combustíveis fósseis, principalmente ligado a um novo conceito de energia limpa que temos visto nos últimos anos. Além disso, petróleo e gás são também responsáveis pela possível alta de outras commodities, dado que o custo da gasolina e energia impactam diretamente a produção de cobre e alumínio, por exemplo.

Em suma, ainda é cedo para dizer os possíveis desdobramentos e quais os reais impactos que teremos pela frente. No entanto, fato que já devemos observar um fluxo migratório importante da Ucrânia para outros países da Europa com possíveis consequências nas próximas eleições de alguns países europeus, como no caso da França. No mais, o preço do gás natural e de outras commodities agrícolas devem sofrer impactos, com consequências na inflação e no crescimento global.

## BRASIL

2022: Viramos a melhor opção entre os emergentes?

Faz tempo que não escrevemos análises positivas sobre o mercado local, entretanto talvez tenha chegado a hora. Entre os emergentes, o Brasil começa a ser o “queridinho” e a receber um volume alto de investimentos globais. Já havíamos alertado em cartas anteriores sobre a necessidade de um ajuste bem alto nos juros, assumindo a dificuldade de controle da inflação com as dificuldades de uma boa agenda fiscal. Sendo assim, viramos o país com um dos maiores juros reais do mundo novamente, com a moeda extremamente depreciada (vários emergentes já estão com preços pré-pandemia) e com uma bolsa repleta de ativos da “velha economia”, como empresas de commodities e setor financeiro entre as maiores composições do Ibovespa. Muitos investidores costumam avaliar o Brasil com uma taxa de desconto para riscos geopolíticos menor, o que favoreceu e muito o mercado local. Algo único também em relação a história do país desde o plano real está na antecipação do ciclo de alta de juros quando comparado aos EUA, movimento nem um pouco comum e que pode gerar um controle maior da inflação já no curto prazo.



OBS: O Gráfico não considera o choque de juros feito pela Rússia no fim de fevereiro

Sendo assim, o fluxo na bolsa segue em níveis recordes e a saída de capital está menor devido ao carregamento atrativo do CDI. A dúvida que fica está no plano eleitoral, mas assumindo um segundo turno em linha com as pesquisas, não teremos nada de muito novo e que possa gerar um cenário de tanta incerteza como em outras eleições.

O Brasil, talvez com mais sorte do que juízo, começa a ser destaque global em 2022. Se assumirmos que Paulo Guedes estará mais certo do que o mercado, pode ser ainda melhor: crescimento acima de 1% com uma inflação mais controlada do que o próprio EUA ao longo do ano.

## CARTEIRAS E POSICIONAMENTO

Em fevereiro, as carteiras conseguiram trazer resultados positivos no mercado local, mas ainda mais negativos nos portfólios internacionais. Após as discussões semanais do comitê, optamos por realizar a primeira entrada em prefixados desde

que montamos a empresa.

O racional está na análise de que os juros deverão subir até algo entre 12%-13% como prevê o mercado e sem alterações até o terceiro trimestre deste ano. Após isso, imaginamos que o impacto negativo na atividade e o alívio na inflação deverá criar uma janela para implementação do ciclo de afrouxamento monetário por parte do BC, trazendo novamente os juros para a linha de 1 dígito. Sendo assim, vamos aproveitar os prêmios adicionais na curva de juros para um prazo entre 3 e 3,5 anos para implementar essa estratégia, que criará oportunidades de venda antecipada com ágio em alguns casos ou um carregamento muito acima do CDI em outros, dependerá do perfil de risco ou estrutura dos portfólios.

Por fim, pela primeira vez em equities locais, vamos iniciar uma alocação ao longo do mês em ativos do setor de Private Equity/Venture Capital. Neste caso, faremos via os gestores da indústria com boas avaliações (de acordo com a nossa ferramenta proprietária) e com janela de captação ao longo dos próximos meses. Enxergamos que a classe possui alto potencial de retorno, com um mercado já mais profissionalizado e estamos confortáveis com as nossas ferramentas de monitoramento criadas.

**Sendo assim, estamos:**

- (i) otimistas com o carregamento das posições em CDI de duration curta (até 3 anos), IPCA para uma duration intermediária (entre 4 e 6 anos) e agora com posições prefixadas de duration curta (entre 3 e 3,5 anos);
- (ii) confiantes com a capacidade dos fundos multimercados em gerar alfa de maneira descorrelacionada, ou seja, utilizando ferramentas que teríamos dificuldade para acessar diretamente como: commodities, estratégias de arbitragem, quantitativas, juros e moedas internacionais, etc;
- (iii) com a posição cautelosa mantida, mas ainda alocados em Renda Variável local e estamos aproveitando o bom momento dos ativos para embolsar resultados nos portfólios. Seguimos sem um viés para aumentar a exposição no momento, independente do exposto no texto macro. A alocação segue neutra para as carteiras moderadas e agressivas;
- (iv) com uma leve alteração na perspectiva de mais otimista para neutra com as posições em bolsas internacionais devido às correções recentes ao longo do mês e os riscos de um crescimento menos robusto para algumas regiões de países desenvolvidos (como mencionado no texto macro). Para uma parcela dos clientes, ainda é possível enviar recursos ao exterior via câmbio mais atrativo e um bom ponto de entrada em equities globais;
- (v) mais cautelosos com as posições de renda via Fundos Imobiliários, ainda no aguardo de mais informações quanto ao impacto na distribuição de rendimentos mensais pelos fundos (para mais informações, acompanhe o resumo da classe de ativo na carta); e
- (vi) aproveitando taticamente oportunidades em empresas fora do ambiente de bolsa, via bons gestores da indústria de Private Equity e Venture Capital.

## RENDA FIXA: JUROS NOMINAIS E REAIS (PRÉ-FIXADO/ INFLAÇÃO)

O mês de fevereiro foi marcado pela abertura das curvas de juros locais, principalmente nos vértices mais curtos. O movimento foi caracterizado em linhas gerais pela revisão do mercado sobre o aperto monetário por parte do BC, com expectativas de altas mais fortes nas próximas reuniões, elevando a Selic de acordo com o boletim Focus para 12,25% ao fim de 2022.

O cenário externo fez mais preço nos vértices intermediários. A abertura foi caracterizada principalmente pelo tom mais hawkish do FED e pelos desdobramentos geopolíticos envolvendo Rússia e Ucrânia, na qual trouxe mais aversão a risco por parte dos investidores.

No mais, de acordo com a mediana do mercado, seguimos tendo uma leitura de alta do IPCA para 2022, com projeção de 5,60%, a sétima revisão para cima consecutiva semanal (deve subir ainda mais). Para 2023, tivemos poucas mudanças, com IPCA fechando 2023 em 3,50%, dentro da meta estipulada.

Por fim, do ponto de vista de rentabilidade, o índice IRFM apresentou retorno de 0,5% em 2022 e acumula alta de 0,5% ao longo dos últimos 12 meses. Já o IMA-B apresentou queda de -0,2% desde o início do ano e nos últimos 12 meses apresenta valorização de 0,90%

Em relação aos prefixados, enxergamos um prêmio relevante nos papéis que passou a justificar uma pequena exposição nos portfólios moderado e agressivo de maneira tática. Conforme dito anteriormente, o conflito geopolítico na Rússia, somado ao cenário local, tanto político como fiscal, conturbado acabaram gerando um ponto de entrada na classe. Mesmo cientes da inflação surpreendendo nos últimos meses, acreditamos que seja pouco provável que os juros altos perdurem por um horizonte de 3 a 3,5 anos.

## CRÉDITO CORPORATIVO

Os ativos de crédito mantiveram o bom carregamento nominal em fevereiro. Após 3 meses de abertura, o spread médio da indústria, medido pelo JGP Idex, voltou a apresentar um leve fechamento, encerrando o mês em 1,78%. Por outro lado, os ativos foram penalizados pela forte abertura de taxas de seus títulos públicos de referência, provocada (I) pela pressão inflacionária global das commodities diante do conflito na Rússia e (II) pela discussão de projetos com impacto fiscal relevante, como a PEC dos combustíveis e a redução do IPI. A preocupação com o risco fiscal se reflete no CDS de 5 anos do Brasil, que acumula alta de 30 pontos-base ao longo do ano atingindo 230 bps. Com o cenário desafiador mantido, a captação dos fundos de renda fixa segue elevada. Em fevereiro houve uma captação líquida dos fundos da classe que superou 52 bilhões de reais, segundo levantamento da Anbima.

Entrando nas subclasses, os ativos de juro real se beneficiam do carregamento elevado da inflação. O IPCA-15 de fevereiro subiu 0,99% no mês. Em 12 meses, a alta evoluiu

para 10,76%. Isso colocou ainda mais pressão sobre a inflação implícita que gira em uma média de 5,5%. O IDA-IPCA apresentou alta de 0,66% em fevereiro, superando a alta de 0,54% do IMA-B. O prêmio relativamente baixo dos títulos longos de juro real em comparação aos curtos ainda reforça nossa visão de alocação em papéis de vértices intermediários. Seguimos aproveitando boas ofertas primárias na classe, em ativos com excelente nível de crédito pagando prêmio historicamente elevado, além de papéis saindo de lock-up.

As projeções de carregamento da parcela pós-fixada das carteiras é cada vez melhor, visto que o mercado e o Banco Central continuam revisando as projeções da SELIC para cima. A discussão atual é o ritmo de redução dos juros após o ciclo de alta, que pode durar ainda mais tempo se a inflação seguir pressionando. Tendo isso em vista, a classe pós-fixada ganha ainda mais atratividade por seu caráter defensivo. O movimento dos spreads de crédito parece ter atingido um patamar de estabilidade, conforme mencionado em cartas anteriores, portanto, há pouca perspectiva para ganhos na marcação a mercado. Porém, o carregamento atrativo impulsiona a alta dos indicadores. Em fevereiro, o IDA-DI apresentou alta de 0,93%, enquanto o Idex da JGP (BRIDEXCDI) apresentou rentabilidade de 0,98% (129,4% do CDI). Importante ressaltar que o mercado passou a se mobilizar para suprir a avidez pela subclasse, já que novas ofertas atreladas ao CDI passaram a surgir.

#### RETORNO ABSOLUTO

O índice IHFA teve alta de 0,98% no mês de fevereiro. Em nosso universo de cobertura, quatro das cinco subclasses analisadas tiveram retorno positivo. O destaque principal foram os fundos macroestruturais, com retorno médio de 1,69% e mediana de 0,89%. Em seguida, os fundos macro dinâmicos, apresentaram na média retorno de 1,23% com mediana em 1,07%. Os fundos descorrelacionados (quantitativos, arbitragem e event driven) também obtiveram na média retorno positivo, com alta de 0,93% e mediana em 1,01%. Ainda no campo positivo, os fundos long&short direcional/ total return apresentaram desempenho médio de 0,37% com alta de 0,44% na mediana. Por fim, a única subcategoria que apresentou desempenho negativo foram os fundos long&short neutro, que na média tiveram retorno negativo de -0,29% e mediana em 0,43%.

*\*Dados do IHFA até o dia 25/02*

#### RENDA VARIÁVEL LOCAL

Em um mês extremamente volátil, novamente o Ibovespa se sobressaiu em relação aos pares globais em fevereiro e fechou o mês no positivo em +0,89% (em dólares, considerando a apreciação do real a alta foi ainda maior de 3,5% no mês ou 16% no acumulado do ano, superando o S&P nesse mesmo período em 24%). Marcado pela intensificação das tensões entre Ucrânia e Rússia e consequente alta no preço das commodities, o Brasil registrou mais um mês forte entrada de recursos por parte do estrangeiro em mais de R\$ 27,8 bilhões (ano de 2022 superando a marca de R\$ 60



bilhões), compensando o movimento de venda do institucional local (R\$ 21,2 bilhões mês ou R\$ 49,6 bilhões ano) e pessoa física (R\$ 5,7 bilhões ou R\$ 12,4 bilhões ano). Na visão dos gestores e casas de análise, movimento é explicado por 4 grandes fatores:

- (1) Desconto por múltiplos da bolsa local em comparação aos emergentes: Ibovespa hoje negocia em P/L projetado 22 (múltiplo comumente utilizado para avaliar preços de ações em relação ao lucro projetado da empresa) a aproximadamente 2 desvios padrões abaixo da média histórica, enquanto pares emergentes negociam em linha ou com prêmio. No caso ainda da Rússia, deixa de ser uma alocação ativa, favorecendo o fluxo ao Brasil;
- (2) Participação de 62% ações value na composição do índice Ibovespa: Hoje, a composição do Índice é de aproximadamente 40% em commodities e mais 20% em bancos (respondendo por mais de 80% do lucro projetado em 2022), sendo os setores que negociam com os menores múltiplos e os mais procurados no momento atual de aversão a risco global. São setores que, principalmente, o estrangeiro busca exposição, uma vez que em seus mercados locais são escassos de opções;
- (3) Maior direcionamento na discussão eleitoral: dado os primeiros resultados de pesquisas eleitorais presidenciais consolidando o candidato Lula na liderança, o movimento de incerteza reduz consideravelmente. O discurso mais moderado ao centro da figura aliado a uma eventual parceria na vice presidência de Geraldo Alckmin acalmaram os cenários mais extremistas e radicais levantados no final do ano passado;
- (4) Antecipação de ciclo de aperto monetário x mercados desenvolvidos: pela primeira vez na história, os mercados emergentes anteciparam um fluxo de aperto monetário para controle da inflação subindo os juros em ritmo anterior às economias desenvolvidas. Como consequência, a forte entrada do capital de estrangeiro visa não somente aproveitar o diferencial de juros, como também acaba sendo vista como um porto menos incerto quanto ao ritmo de aperto/controle da economia. Em ciclos de alta de juro do FED, XP reportou estudo histórico mostrando que ações brasileiras superam ações globais durante tal período em 31,1%, na média;

Apesar do forte desconto por múltiplo de lucro do Ibovespa (hoje em 30% em relação à média histórica) com a possibilidade de revisões de resultado para cima (grande parte das empresas reportando resultados do 4T21 acima do consenso), a forte abertura da taxa de juros reais segura parte do aumento do prêmio de risco para se investir em bolsa, segurando um eventual rali adicional. Dois pontos que contribuíram para uma contínua alta seriam (a) novos resultados de empresa acima das estimativas atuais e/ou (b) juros reais mais baixos vindos de um controle inflacionário. Importante ressaltar que os juros reais de longo prazo fecharam em 5,7%, acima da média histórica e com espaço para cair ao longo do ano. Quanto aos riscos, (a) deterioração do cenário fiscal local e/ou (b) movimento de aversão ao risco global com juros de longo prazo americanos em patamares maiores do que o projetado.



Casas de análise estimam Ibovespa ao final do ano em aproximadamente 123 mil pontos, implicando um potencial de alta de aproximadamente 9%, patamar abaixo da Selic em dois dígitos. Seguimos positivo no cenário local via stock picking, no qual entendemos que existem as maiores assimetrias e possibilidades para superar não só o Ibovespa, como também o custo de capital.

A carteira MMZR de ações teve uma performance de -2,5% no mês, contra +0,9% do Ibovespa. Principais detratores foram Magazine Luiza (-14,1%) dada a baixa performance de nomes domésticos e varejo, Cosan (-11,2%) em um movimento refletido pelo fraco resultado de Rumo no 4T21 e Weg (-7,9%), refletindo um movimento de aversão de risco à nomes com múltiplos mais premium. Do lado positivo, Rede D'Or recuperou perdas dos últimos meses com o anúncio da aquisição da rede de seguros de saúde Sul America na última semana do mês, enquanto BTG subiu 6,3% após reportar resultados acima do consenso em todas as linhas de negócio.

No mês, estamos realizando uma troca na carteira de ações, removendo a varejista Magazine Luiza (MGLU3) e adicionando a petroleira 3R (RRRP3), em um movimento de redução da exposição doméstica e adicionando o tema do petróleo na carteira. Em um cenário de escassez de oferta de fontes energéticas e acirramento do conflito Rússia x Ucrânia, o petróleo vem atingindo os maiores patamares de preço dos últimos anos, beneficiando as companhias do setor. 3R detém um modelo de negócio pautado na revitalização de campos maduros, sejam eles em terra (onshore) ou em águas rasas (shallow water). Aproveitando o cenário atual no qual as grandes empresas do setor, como a Petrobrás, vêm em processo de venda de ativos não estratégicos, tais empresas como a 3R comprem esses campos maduros a múltiplos atrativos para revitalizá-los. Tendo feito IPO no mais adequado modelo de governança (novo mercado) ao final do ano de 2020, vindo de um legado de reestruturação da gestora Starboard, a 3R vem performando com forte discrepância entre os pares no ano (-4,41% ano x Petrobrás +17,36% ano x PetroRio +20,27% ano), sem o risco político da Petrobrás de controle de preços considerando o ano eleitoral. Mercado enxerga um preço justo acima de R\$ 98,00 no papel, implicando um upside de mais de 200% em relação ao preço de fechamento em fevereiro.

#### FUNDOS IMOBILIÁRIOS

O IFIX (Índice de Fundos Imobiliários) reportou em fevereiro nova queda de 1,29%, acumulando no ano de 2022 queda de 2,27%. O aumento da taxa de juros Selic atingindo o patamar de 10,75% a.a. permanece pressionando as cotas dos fundos imobiliários de tijolo no mercado secundário, que hoje representam aproximadamente 57% da composição do IFIX e vêm como os grandes detratores do ano. Por outro lado, os fundos de dívida vem surfando bem o cenário, considerando a indexação do portfólio ao CDI ou IPCA, ambos em dois dígitos hoje - fundos fecharam o mês de fevereiro com um dividend yield médio de 12,9% a.a.. Fundos com essa característica estão no campo positivo no ano em sua grande maioria, entregando rendimentos

mensais acima de 1% ao mês, líquidos de imposto de renda.

Partindo desse pressuposto seguimos concentrando a estratégia em fundos de dívida, de forma a surfar o ambiente inflacionário e de juros altos de forma defensiva – especialmente fundos com carteira atrelada ao CDI. O mercado enxerga uma inflação calculada pelo índice IPCA em patamares de alta até meados de maio, enquanto o ciclo da Selic em dois dígitos deve perdurar ao menos nos próximos 18 meses.

#### RENDA VARIÁVEL GLOBAL

Encerra-se o mês de fevereiro e os índices acionários americanos apresentam a segunda queda mensal consecutiva pela primeira vez desde setembro e outubro de 2020 (período de antecedência às eleições presidenciais no país). O mês foi marcado por um aumento na volatilidade do mercado de ações globais (representando por um aumento de 21% no índice Vix) em meio à divulgação de dados macroeconômicos, divergência nos discursos dos membros do FED dificultando a leitura na trajetória de alta dos juros e escalada na tensão geopolítica envolvendo países do leste europeu. Apesar de um alívio nos últimos dias de negociação, os preços dos ativos não conseguiram resistir e encerraram o mês em forte queda. O índice S&P 500 caiu 3,14%, Dow Jones encerrou em baixa de 3,53% e o índice de tecnologia Nasdaq apresentou queda de 3,43%. Quando olhamos para os setores individualmente, vemos o setor de Energia como o único no campo positivo no acumulado do ano (+27,8%), beneficiado pelo rally no preço do petróleo no mercado internacional. Do lado negativo, os setores com as piores performances no acumulado do ano são os de Consumo Discricionário (-14,5%), Serviços de Comunicação (-14,0%) Imobiliário (-13,4%) e Tecnologia (-13,4%), impulsionado pela alta nos rendimentos dos títulos de renda fixa do tesouro americano. Até o final do mês, 95% das empresas do S&P 500 haviam divulgado resultado referente ao 4T21, com 76% superando consenso em lucro e 78% surpreendendo em termos de receita. Olhando para valuation, o P/L de 12 meses estimado é de 18,8 vezes, acima da média de 5 anos (18,6 vezes) e de 10 anos (16,7 vezes).

Os índices do mercado europeu tiveram impacto ainda maior em resposta às tensões entre Rússia e Ucrânia, devido à maior interdependência entre os países e fornecimento de recursos. Destaque negativo para a bolsa da Alemanha, que apresentou queda de 6,53% em fevereiro. Na França, o índice CAC 40 caiu 4,86% e no Reino Unido o FTSE 100 encerrou sem movimentos para ambos os lados. Já o índice Stoxx 50, que reúne ações de 9 países do continente europeu apresentou queda de 6%. Assim como nos Estados Unidos, investidores procuram interpretar e colocar nos preços dos ativos o momento e velocidade da alta dos juros na região, com estimativas de um primeiro aumento em outubro ou dezembro de 2022. Na Ásia, os índices também vêm apresentando um início de ano negativo, com Nikkei 225 acumulando queda de 7,87% em 2022 (-1,76% em fevereiro). Na China, o CSI 300 caiu 7,24%, HK 50 caiu 2,96% e o SSEC em baixa de 4,83% no acumulado do ano.

A carteira de ações globais da MMZR encerrou o mês em queda de 6,7%, contra uma queda de 2,7% do índice MSCI AC. Os dois principais detratores no mês foram as ações da Meta (-32,6%) e da Alibaba (-16,4%). Por outro lado, duas ações encerraram o mês no campo positivo: Disney (3,8%) e Amazon (2,7%). A queda expressiva das ações da Meta se deve principalmente aos resultados trimestrais divulgados no início do mês. Refletiu no preço das ações o receio dos investidores com aumento de competição (Tik Tok sendo citado diversas vezes pelo Mark Zuckerberg no call de resultados), estagnação no número de usuários ativos no aplicativo do Facebook, aumento de investimentos no segmento do metaverso e mais clareza dos impactos financeiros devido às mudanças na política de privacidade da Apple. Após a queda, a ação negocia a um desconto expressivo frente aos pares e ao índice de referência, tendo como principais catalisadores de médio e longo prazo a capacidade de monetização do Reels, manutenção da atratividade das plataformas para os anunciantes e desdobramentos do metaverso, possivelmente abrindo novas frentes de monetização. As ações da Alibaba tiveram um mês negativo impulsionado pela preocupação dos investidores com intervencionismo estatal e os resultados trimestrais, demonstrando o impacto da desaceleração da economia chinesa no segmento de consumo discrecional e aumento de competição.

A gigante de entretenimento, Disney, surpreendeu positivamente na divulgação dos resultados trimestrais. No segmento de streaming a empresa adicionou 11,8 milhões de assinantes, acima dos 8 milhões esperado pelo mercado. Além da surpresa positiva no Disney +, a empresa demonstrou uma forte recuperação no segmento de parques, gerando um lucro operacional de USD 2,5 Bilhões no segmento, em comparação com um prejuízo no ano anterior devido às restrições de mobilidade. Seguimos posicionados no mercado de renda variável global monitorando como principais riscos para os mercados as trajetórias de normalização da política monetária dos bancos centrais e os efeitos sobre o crescimento econômico, desdobramentos dos conflitos geopolíticos nos países emergentes e inflação. Vemos o aumento da volatilidade nos mercados globais como oportunidade de posicionamento em empresas de qualidade, com histórico comprovado do modelo de negócios e valuation razoável, a fim de capturar nas empresas líderes as tendências de mercado dos próximos anos.

#### CRÉDITO OFFSHORE

A ata do comitê de política monetária americano (FOMC) que ocorrera em janeiro reforçava a visão de que as altas de juros estariam próximas, iniciando já na reunião seguinte. O comitê alertou sobre o aumento dos preços dos imóveis, aluguéis, salários e problemas prolongados nas cadeias de suprimentos. Outro ponto relevante que foi retomado na ata foi a discussão da redução de balanço. O Fed deu a entender que ela ocorrerá somente após a elevação dos juros, mas deve haver um impacto relevante na inclinação da curva dos Treasuries. Somado a isso, houve a divulgação do CPI (índice de preços ao consumidor americano), que apresentou alta de 0,6% em janeiro, atingindo a maior alta anual dos últimos 40 anos. O mercado chegou a precificar uma

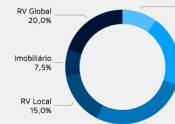
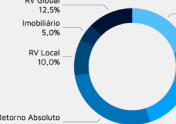
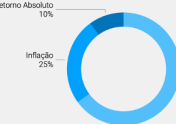
chance expressiva de haver uma alta de 0,5% na reunião de março, sobretudo com dados altistas do nível de atividade do país. A T-note de 10 anos escalou acima de 2,0%, impactando fortemente os bonds globais.

Porém, os ataques russos acompanhados da explosão nos preços das commodities geraram temores de estagflação, o que motivou o presidente do Fed, Gerome Powell, a declarar que neste momento é mais prudente agir com cautela e previsibilidade, inclinando-se a uma alta de 0,25%. Com isso, o vértice de 10 anos cedeu a 1,83% no encerramento do mês. Chama a atenção o achatamento da curva americana, com a diferença entre o juro de 2y e de 10y em apenas 86 bps. Isso reforça nossa visão de encurtar a duration dos bonds, priorizando a relação risco vs. retorno.

O cenário de sell-off trazido pelo conflito geopolítico impactou sobretudo os ativos High grade. O índice representativo da classe, o Barclays Global Aggregate, recuou 1,19%. O US Corporate High Yield Index, reagiu de forma semelhante e fechou em queda de 1,03%. A classe de Senior Loans segue se mostrando mais defensiva, com o S&P U.S. Leveraged Loan 100 Index caindo 0,54%. Já o setor imobiliário continua sendo afetado pelo cenário de juros altos: o Dow Jones U.S. Real Estate Index recuou 4,67% no mês. Ainda assim, a classe sobe 16,21% em 12 meses.

Os mercados emergentes ficaram ainda mais pressionados pela instabilidade global, inclusive com o grande impacto das sanções sobre a Rússia. Isso provocou uma queda de 6,44% no ETF de bonds emergentes, JPM Emerging Markets Bond (EMB). A Ásia também foi bastante impactada: o JPM Asia Credit Bond a Ásia cedeu 2,56%.

## RESULTADO CARTEIRAS FEVEREIRO

| MMZR<br>FAMILYOFFICE              | AGRESSIVA                                                                           | MODERADA                                                                             | CONSERVADORA                                                                          |
|-----------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| MÊS                               | 0,13%<br>17,7% CDI                                                                  | 0,65%<br>85,4% CDI                                                                   | 1,08%<br>142,7% CDI                                                                   |
| ANO<br>2022                       | -0,15%<br>% CDI                                                                     | 1,02%<br>68,4% CDI                                                                   | 2,00%<br>134,3% CDI                                                                   |
| 12 MESES                          | 4,21%<br>85,8% CDI                                                                  | 8,16%<br>166,4% CDI                                                                  | 9,02%<br>183,9% CDI                                                                   |
| DESDE INÍCIO<br>(Jan 2019)        | 33,44%<br>216,7% CDI                                                                | 29,50%<br>191,2% CDI                                                                 | 22,59%<br>146,4% CDI                                                                  |
| CONCENTRAÇÃO POR CLASSE DE ATIVOS |  |  |  |