

## Carta Mensal – Março 2022

Dois fatos extremamente relevantes mudaram o alvo do fluxo para o mercado doméstico de ações: o comunicado do BC de que o ciclo de alta dos juros provavelmente se encerrará na próxima reunião do Copom e o início da elevação de juros pelo FED. Este (o FED) continua a ser o principal risco para o mercado, caso os aumentos de juros precificados sejam insuficientes para trazer a inflação para baixo, na magnitude desejada. Aqui no mercado doméstico, o comunicado do BC fez com que os juros futuros caíssem pouco mais de 100 bps (1%), com forte efeito nas ações cíclicas domésticas (varejo, consumo e *bond likes* – shoppings, rodovias, etc). As ações das empresas de *commodities*, que haviam se beneficiado bastante do fluxo desde o início do ano, acabaram perdendo bastante força, por alguns fatores:

- (i) sinais de que as negociações em relação à Ucrânia estão progredindo, o que significaria que várias das *commodities* poderiam estar no pico de preços.
- (ii) dados mostrando que a economia chinesa está mais fraca do que inicialmente imaginado, especialmente no segmento de imóveis, afetando mineradoras e siderúrgicas
- (iii) forte valorização do real em relação ao dólar, tirando rentabilidade das companhias, principalmente daquelas baseadas no Brasil e que tenham poucos custos dolarizados. Nossa opinião é que as empresas de petróleo (ex-Petrobras) tendem a ser beneficiadas, já que a *commodity* parece ter preços estruturalmente mais elevados, talvez acima de US\$ 90/barril.

Já do lado doméstico, são vários os fatores que explicam a valorização das ações:

(i) no varejo alimentar, houve uma oportunidade clara nos atacarejos, ainda descontados apesar das fortes altas. Com a crise, novos perfis de clientes passaram a consumir nestes estabelecimentos, que oferecem preços mais baixos do que os supermercados tradicionais

(ii) no varejo de vestuário, os fortes resultados das companhias voltadas para o público de alta renda mostrou que a crise passou longe desta camada da população, com elevadas taxas de crescimento nas vendas. Aquelas voltadas para a média renda provavelmente se beneficiaram de ganhos de participação de mercado, na medida em que são empresas mais bem estruturadas e com acesso a capital a custo mais baixo

(iii) já as empresas *bond likes* – aquelas com fluxo de caixa estável ao longo do tempo – se beneficiaram diretamente da queda nos juros longos. Locadoras de veículos, shoppings e concessionárias de rodovias se encaixam nesta rubrica. Os bancos, que haviam performado bem durante o ano, acabaram por servir de *funding* para alocações em outros setores.

O fluxo de estrangeiros continuou bastante forte, mesmo após a revisão dos números pela B3, com R\$ 64 bilhões no ano (revisado dos R\$ 91,6 bilhões anteriores), sendo R\$ 20 bilhões em março. Os fundos de ações e multimercados, entretanto, acumulam resgates de R\$ 68 bilhões no ano, ou seja, são vendedores de ações neste primeiro trimestre de 2022.

Ao contrário do comentário de fevereiro, neste mês de março o varejo de vestuário foi dos mais relevantes para a performance do fundo, respondendo por 2,1 pontos percentuais (pp), ou 30% da performance total. O varejo alimentar continuou com forte desempenho, mas ainda tem um enorme potencial pela frente. Tivemos ainda bons ganhos em empresas de *commodities* (+1,5 pp), nos bancos (1,2 pp) e nas locadoras de veículos (0,9 pp). Não houve

setor que se destacasse negativamente, apesar de pequenas perdas em alguns nomes da carteira.

Aumentamos os temas domésticos na composição da carteira ao longo do último mês, tendo atingido 64% de participação no encerramento de março. Para que pudéssemos carregar esta posição, montamos um *hedge* com vencimento em abril (*put spread* e venda de *call*), parcialmente rolado para junho. Os principais temas presentes na carteira são: varejo, 33% (sendo 20% em vestuário), *commodities* 14%, locadoras (leves e pesados) 12%, incorporadoras 12% e shoppings 9%. A exposição bruta do fundo é de 111% e a líquida de 90%.

Estamos otimistas com o mercado de ações, ainda que possamos ter uma trajetória relativamente “acidentada” pela frente, com os riscos (i) eleitoral e (ii) externo – FED. O primeiro risco nos parece relativamente encaminhado, com poucos riscos relevantes de curto prazo. Os dois principais candidatos já tem um histórico conhecido, e deverão endereçar a questão fiscal de maneira adequada; a grande – e positiva – surpresa seria a improvável ascensão de algum dos candidatos da terceira via. Quanto ao segundo risco, depende muito dos dados que saírem ao longo dos próximos meses, quando já se espera uma aceleração no ritmo de alta de juros pelo FED, passando a 0,5% por reunião. Carregamos proteções no fundo que nos parecem suficientes para lidar com ambos os riscos num primeiro momento.

Nossa cota subiu 6,5% em março, com ganhos no varejo (+3,7 pontos percentuais), em *commodities* (+1,5 pp), bancos (+1,2 pp) e locadoras (+0,9 pp).

Obrigado pela confiança.