

---

# ASPAS DOS GESTORES

---

ENTENDA OS DESAFIOS ENFRENTADOS NO MÊS DE JANEIRO E O  
POSICIONAMENTO DOS GESTORES PARA FEVEREIRO

## SUMÁRIO

SUMÁRIO .....	1
Introdução .....	5
3R Investimentos.....	6
4UM Investimentos.....	8
Absolute Investimentos .....	9
AF Invest.....	13
Áfira Investimentos .....	15
Alaska Investimentos .....	17
Alpha Key Capital.....	18
Apex Capital .....	19
Arbor Capital .....	24
Argumento .....	25
Armor Capital .....	28
ARX Investimentos .....	29
Atena Capital .....	32
Athena Capital.....	33
Augme Capital .....	34
Avin Asset.....	36
Bahia Asset Management .....	37
Bayes Capital .....	41
Biguá Capital.....	44
BlueLine.....	46
Butiá Gestão de Investimentos .....	47
Capitânia Capital .....	50
Charles River Capital .....	51
Claritas.....	52
Clave Capital.....	53
Compass Group .....	55
CTM Investimentos .....	58
Dahlia Capital .....	60
DAO Capital .....	61
Devant Asset .....	63
Empírica.....	66



Encore .....	67
EnterCapital.....	69
EQI .....	71
Esh Capital .....	72
Exploritas.....	73
Fama Investimentos .....	74
FCL Capital .....	75
Forpus Capital.....	76
Franklin Templeton Investimentos .....	77
Frontier Capital.....	78
Frontier Capital.....	80
GAP Asset .....	81
Garde Asset Management .....	82
Gávea Investimentos.....	85
Genoa Capital .....	86
Geo Capital .....	88
Giant Steps .....	90
GTI .....	91
Guepardo Investimentos.....	92
Harbour Capital .....	93
Hashdex.....	95
Helius Capital.....	96
HGI Capital.....	97
HIX Capital .....	99
Hogan Investimentos .....	100
Iguana Investimentos .....	101
Impacto Investimentos.....	104
Indie Capital.....	105
Invexa .....	106
Iridium Gestão de Recursos .....	108
Itaú Asset Management .....	110
JGP Gestão de Recursos .....	112
Joule Asset Management .....	114
Kadima Asset Management .....	116
Kapitalo Investimentos.....	117
Leblon Equities .....	118



Legacy Capital.....	119
Logos Capital .....	120
M8 Partners.....	121
Mantaro Capital .....	126
Mapfre Investimentos.....	127
Meta Asset Management.....	129
Moat Capital.....	131
Módulo Capital.....	134
Mongeral Aegon Investimentos.....	135
Nest Asset Management.....	140
Nextep Investimentos .....	141
Norte Asset Management.....	142
Novus Capital .....	143
Occam Brasil.....	144
Octante Gestão de Recursos .....	145
Opportunity.....	147
Organon Capital .....	148
Pacifico Gestão de Recursos .....	150
Panamby Capital.....	152
Parcitas Investimentos .....	154
Pátria Investimentos .....	156
Perfin Investimentos .....	157
Persevera Asset Management .....	158
PIMCO .....	159
Quantitas.....	160
Quasar .....	162
Real Investor.....	166
Rio Bravo .....	167
Root Capital.....	169
RPS Capital.....	171
Safari Capital .....	172
Santa Fé.....	173
Schroders.....	174
Set Investimentos.....	176
SFA Investimentos.....	177
SFI Investimentos .....	179



Sharp Capital .....	181
Simétrica Investimentos.....	182
SOMMA Investimentos .....	183
Sparta .....	187
SPX Gestão de Recursos .....	189
Sterna Capital .....	190
Studio Investimentos .....	193
SulAmérica Investimentos.....	194
Tagus Investimentos .....	196
Távola Capital .....	199
Tenax Capital .....	201
TG Core.....	204
Trivèlla M3.....	205
TRUXT Investimentos .....	206
Upon Global Capital .....	209
Valora Investimentos .....	210
Ventor Investimentos.....	211
Vinci Partners .....	213
Vista Capital.....	220
Vokin Investimentos.....	221



## Introdução

Reunimos neste relatório um breve comentário de **125 gestores** de fundos de investimentos sobre o desempenho dos fundos no mês de janeiro e as expectativas do mês de fevereiro.

O documento está ordenado por gestores, em ordem alfabética.

**É importante frisar que a Órama não se responsabiliza pelo teor dos comentários, nem pela precisão dos dados apresentados pelos gestores dos fundos.**

Para mais informações sobre os fundos de investimento disponíveis na Órama, acesse:

<https://www.orama.com.br/investimentos/lista-fundos-de-investimento>

Boa leitura e bons investimentos!



### 3R Investimentos

Os ativos de risco tanto no Brasil quanto no mundo tiveram performance positiva em Janeiro. Nos EUA, os dados mais fracos de atividade levaram ao mercado a acreditar que a inflação estaria cedendo mais rápido do que o esperado, impulsionando o preço de ativos. Além disto, na China os casos de COVID parecem ter atingido o pico, o que trouxe otimismo em relação à continuidade do processo de reabertura da economia.

No mercado doméstico, após o “freio” de arrumação, grande parte do discurso mais radical dos ministros e membros do governo parece ter perdido força devido a percepção de que o desgaste político será maior. Porém, ainda há “ataques” a meta de inflação e a taxa de juros mais elevada (necessária para combater a alta inflação). No fim do mês, a disputada eleição do senado demonstrou a dificuldade que o governo terá de implantar suas medidas mais radicais ao longo do ano.

#### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Nos EUA, a desinflação de bens continua, porém a grande dúvida continua sendo quando o setor de serviços, em especial do mercado de trabalho, mostrará sinais de arrefecimento. Após a fala de Jerome Powell, o mercado começou a especular um possível corte de juros mais cedo no segundo semestre de 2023, porém dados recentes do mercado de trabalho mostraram grande robustez, o que veio na contramão da expectativa. O cenário externo nos parece mais difícil, embora grande parte do movimento da alta de juros já foi realizado, o múltiplo de P/E do S&P 500 parece muito esticado para um contexto de recessão a frente. Além disso, grande parte do resultado das empresas nos EUA vem decepcionando o consenso, o que corrobora com nossa visão de que a expectativa de lucro das empresas não foram revisadas para baixo ainda.

No mercado doméstico, após o “freio” de arrumação”, grande parte do discurso mais radical dos ministros e membros do governo parece ter perdido força devido a percepção de que o desgaste político será maior. De maneira bem geral, também temos a impressão de que haverá algum período sem muitos sustos. A médio prazo os desafios são enormes, tendo em vista o alto endividamento das famílias e do setor público, as dúvidas em relação a eficácia das políticas públicas a serem implementadas, além da provável fraca atividade econômica esperada para 2023.



Continuamos achando que existem bons ativos, resilientes e bem posicionados para este cenário, negociados a preços bem razoáveis. Por outro lado, há empresas que, apesar da queda nominal de preço, ainda nos parecem caras e/ou enfrentarão muitas dificuldades ao longo do ano, com demanda fraca e dificuldades do lado do endividamento. De qualquer forma, não é óbvio que será um ano negativo de forma generalizada para a bolsa.

**3R Radix FIA / 3R Genus Hedge FIM / 3R Cedar II LB FIA**



## 4UM Investimentos

Apesar do desempenho positivo dos mercados em janeiro, em especial o Ibovespa e CDI, sustentado por commodities e pelo nível de taxa Selic, houve deterioração das expectativas macroeconômicas. No cenário monetário, a mediana esperada para o IPCA em 2023 e 2024 avançou de 5,31% e 3,65% para 5,74% e 3,90%. Já a Selic esperada avançou de 12,25% e 9,00% para 12,50% e 9,50%, nos mesmos períodos. Continuamos afirmando que a mediana esperada para IPCA e Selic, em nossa avaliação, está subestimada.

O mês foi marcado pelas contínuas afirmações do presidente Lula sobre o arcabouço monetário, criticando a meta de inflação estipulada pelo Conselho Monetário Nacional e a Lei da autonomia do Banco Central. A crítica da meta decorre do pensamento implícito que uma meta de inflação mais alta faria com que o BC reduzisse os juros e potencializasse o crescimento. Ampla evidência teórica e empírica dos últimos anos demonstra que o resultado é o oposto ao desejado, isto é, taxas de juros reais mais elevadas e menos crescimento. No período de 2011 à 2014, onde era claro o viés desenvolvimentista do BC, a inflação anualizada foi de 6% ao ano, mas o crescimento anual foi de 1,6%. O mundo emergente deve ter crescido pelo menos 2 vezes mais do que isso. O caminho mais simples para o BC perder a credibilidade junto ao mercado é desafiar o ciclo econômico.

Estávamos observando desde o resultado das eleições uma continuidade da deterioração fiscal e no último mês o BC entrou na espiral negativa, podendo se afastar também da racionalidade econômica.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Para o próximo mês, esperamos que o mercado continua se reajustando mediante a sinalização de política monetária do BC que deverá manter a taxa Selic elevada por mais tempo. Já no campo inflacionário, esperamos uma aceleração da inflação nos próximos meses, tendo em vista a sazonalidade da inflação no início do ano e também a possível reoneração do ICMS sobre preços administrados a partir de março. Ainda no âmbito doméstico, acreditamos que começarão a surgir propostas para o novo arcabouço fiscal, mas não esperamos que no curto prazo o mercado retire o prêmio de risco embutido nos preços atuais. No âmbito global, acreditamos que o crescimento da economia chinesa contrabalanceará em partes a queda de preços de commodities por conta da desaceleração global prevista para esse ano.

### **4UM Small Caps FIA / 4UM Marlim Dividendos FIA**



## Absolute Investimentos

Após a mudança na política de lockdown chinesa ao fim de 2022, observamos uma redução do nível de incerteza no cenário externo, em destaque a do prêmio de risco inflacionário americano. As divulgações de dados da economia americana continuaram surpreendendo de forma positiva neste início de ano, tanto pelo vigor da atividade quanto por melhores dados qualitativos de inflação – principal objetivo do FED.

Acreditamos que o banco central americano se encontra em uma dinâmica de ganhar tempo enquanto mantém uma comunicação dura e aguarda mais evidências que suportem a visão de que a inflação – ainda que distante de seu objetivo – irá se acomodar em patamares mais baixos. A taxa de juros, mantida em níveis próximos aos atuais por uma janela mais prolongada, deverá exercer sua função deflacionária. Dessa forma, ganha tração a visão de que, potencialmente, não seja necessário um aperto monetário adicional relevante, e o país possa encerrar o ciclo com os juros entre 4,75% e 5,25%.

No mesmo sentido, houve considerável melhora no ambiente de preços em países emergentes e desenvolvidos. Primeiro, depois de um descasado ciclo de política monetária entre esses países, podemos afirmar que, de modo geral, a demanda doméstica arrefeceu, mesmo que em diferentes intensidades. Segundo, o inverno no hemisfério norte foi mais moderado que o normal e se aproxima do fim com elevados estoques de gás na Europa. Por último, o efeito das sanções mais recentes na pauta de exportação russa, bem como a reorganização da cadeia de oferta de commodities energéticas ocorreu sem grandes percalços e hoje os preços não se encontram mais em níveis exorbitantes.

O grande risco do cenário aqui descrito seria um repique de inflação nos próximos meses que faça com que a autoridade monetária americana volte ao modus operandi do último ano. A recém reabertura da economia chinesa pode, de certa forma, intensificar esse perigo. Se por um lado, a consequente melhora de perspectiva para a atividade global tem o efeito de contrabalançar uma taxa de juros americana elevada por mais tempo, por outro, a pressão inicial de consumo poderá levar a surpresas altistas de preços para diversas – seja pela elevada demanda no setor de serviços, seja pela pressão no valor das commodities energéticas. Entretanto, não acreditamos em uma guinada radical da dinâmica inflacionária global – o que sustenta a tese de uma contração suave de atividade nos EUA. Por conseguinte, ativos de risco performaram nas últimas semanas e o dólar se enfraqueceu contra boa parte das moedas globais.



O cenário externo sustentou um movimento de apreciação do Real, mesmo em meio a uma perspectiva de relevante deterioração fiscal doméstica. O governo recém empossado ventilou diversas discussões sensíveis à sustentabilidade da dívida pública. Inicialmente, o déficit contratado pela PEC de transição – acompanhado de um novo arcabouço fiscal a ser anunciado em abril – já deveria, por si só, levar a relação dívida bruta/PIB para algo em torno de 77%. Adicionalmente, as declarações de interferência na autonomia do BCB e a potencial revisão da meta de inflação pioram ainda mais o quadro.

A consequência, já refletida nos últimos boletins Focus, é a relevante desancoragem das expectativas de IPCA para os próximos anos, a consequente alta dos juros futuros e a contratação de déficits nominais razoáveis a partir de agora. Isto é, essa prática de médio/longo-prazo influi no aumento do prêmio de risco de curto-prazo, o que geralmente se reflete no câmbio. Dessa vez esse impacto ainda não ocorreu, mas julgamos extremamente improvável que observemos por muito tempo tamanha dicotomia entre curto e longo-prazo.

**Perspectivas para o mês de fevereiro:**

HEDGE / VERTEX

Atribuição

O destaque foi o livro de moedas, com ganhos em posições compradas no Renminbi e no Peso Mexicano. O livro de valor relativo também teve contribuição positiva com ganhos em posição tomada em juros nominais contra compra de real. Em bolsa, o resultado foi negativo, explicado principalmente por perdas em posições valor relativo na bolsa local e por posições vendidas em bolsa americana no início do mês.

Posicionamento

O fundo adicionou risco via compra em bolsas globais – EUA, Europa, China e outros países emergentes – e em posições vendidas no dólar americano e compradas em Renmimbi, Peso mexicano e o dólar de Cingapura, e no real. No livro de juros, o fundo carrega posição tomada em juros nominais locais combinada com uma compra de Real.



## PREV

### Atribuição

O destaque foi o livro de moedas, com ganhos em posições compradas no Renminbi e no Peso Mexicano. O livro de valor relativo também teve contribuição positiva com ganhos em posição tomada em juros nominais contra compra de real. Em bolsa, o resultado foi negativo, explicado principalmente por perdas em posições valor relativo na bolsa local e por posições vendidas em bolsa americana no início do mês.

### Posicionamento

O fundo adicionou risco via compra em bolsas globais – EUA, Europa, China e outros países emergentes – e em posições vendidas no dólar americano e compradas em Renmimbi, Peso mexicano e o Dólar de Cingapura, principalmente. No livro de juros, o fundo carrega pequena posição tomada em juros nominais locais combinada com uma compra de Real.

## PACE

### Atribuição

No mês de janeiro, o fundo Absolute Pace Long Biased teve retorno de 0,27%. Destacaram-se positivamente posições compradas nos setores de siderurgia, serviços financeiros e empresas de tecnologia do exterior. Já os destaques negativos foram posições compradas nos setores de alimentos, óleo & gás e posições vendidas no setor de varejo discricionário.

### Posicionamento

O fundo está com posição líquida comprada de 53% e posição bruta de 152%, com elevada diversificação entre empresas e setores. Adicionalmente, há exposição a outros riscos: 4% comprado em crédito privado, 4% comprado em eventos corporativos locais e 3% comprado em petróleo. No livro Long, destacam-se posições nos setores de utilidades públicas, varejo discricionário e óleo & gás. No livro Short, destacam-se posições em varejo básico, serviços financeiros e seguradoras. No livro Long&Short, destaques para a estratégia de arbitragem entre classes.

---



## ALPHA GLOBAL

### Atribuição

No mês, o livro de eventos corporativos apurou resultado negativo, explicado principalmente por posições offshore das quais os destaques negativos foram Horizon/Amgen e Tower/Intel. O livro local, por sua vez, não depurou resultado relevante. O livro L&S trouxe módico ganho enquanto os livros Direcional com Assimetria e Arbitragem Linear observaram pequenos resultados negativos.

### Posicionamento

O fundo aumentou exposição, mas segue operando com risco abaixo de sua média histórica. O livro de eventos corporativos está com 11 operações offshore e 2 locais que totalizam 13% e 2%, respectivamente, com elevada diversificação. O livro L&S está com 8% de exposição bruta, através de 4 pares, enquanto o livro de Termo carrega 10% e o Direcional com Assimetria, zerado.

## ALPHA MARB

### Atribuição

No mês, o livro de eventos corporativos apurou resultado negativo, explicado principalmente por posições offshore das quais os destaques negativos foram Horizon/Amgen e Tower/Intel. O livro local, por sua vez, não depurou resultado relevante.

### Posicionamento

O fundo aumentou exposição, mas segue operando com risco abaixo de sua média histórica. O livro de eventos corporativos está com 11 operações offshore e 2 locais que totalizam 41% e 5%, respectivamente, com elevada diversificação.

**Absolute Hedge FIC FIM / Absolute Vertex II FIC FIM / Absolute Alpha Global FIC FIM / Absolute Pace Long Biased FIC FIA / Absolute Vertex 45 FIC FIM**



## AF Invest

O ano de 2023 teve seu início marcado pela continuidade do movimento de risk on nos mercados internacionais e doméstico, que vem sendo impulsionado pela possibilidade de um possível “pouso suave” na economia americana, ou seja, queda da inflação sem contração da atividade ou aumento relevante do desemprego. No mês de janeiro, observamos novos dados referentes à inflação apresentando desaceleração, enquanto o crescimento econômico se mostrou mais resiliente, principalmente no continente Europeu. Junto a isso, o mercado de trabalho se manteve aquecido ao redor do mundo, enquanto o rally nos ativos chineses e commodities seguiu impulsionado pelo fim das políticas de Covid Zero no país.

No ambiente doméstico, o grande fluxo de capital para países emergentes, propiciado pela retomada da economia chinesa e moderação da inflação global, fez com que os ativos brasileiros se valorizassem. Contudo, o desempenho dos ativos domésticos ainda ficou aquém do potencial, sendo observado ao longo do mês novos ruídos políticos, aumento de incertezas sobre o cenário fiscal e principalmente, aumento das tensões entre o poder executivo e a autoridade monetária. Os seguidos ataques por parte do Presidente Lula e outros membros da administração atual, voltados à taxa de juros praticada pelo Banco Central e o regime de metas de inflação, elevaram o nível de incerteza acerca da autonomia da autoridade monetária e o futuro das metas de inflação, fazendo com que as expectativas se deteriorassem e a pressão sobre a ponta longa da curva de juros se elevasse. A atividade no país seguiu desacelerando, com queda nas Vendas no Varejo e Produção industrial, ainda observamos deterioração nos Índices de Confiança do Consumidor e do Empresário. A inflação referente ao mês de dezembro voltou a preocupar, com aumento de 0,62% no mês, mantendo quase todos os grupos pressionados. A taxa de desemprego caiu novamente e atingiu o patamar de 8,1%, contudo, tudo indica que o movimento de queda segue perdendo força e atinge um ponto de inflexão no primeiro trimestre deste ano.

Nos Estados Unidos, o CPI indicou nova queda na inflação e em seu núcleo. O índice atingiu 6,5% na comparação anual, com sua queda recente sendo impulsionada pela deflação de bens e nos preços de energia, em especial o petróleo. Contudo, grupos que compõem o setor de serviços, mais sensíveis ao mercado de trabalho, ainda não apresentam desaceleração clara, enquanto dados referentes ao setor de housing americano devem demorar mais alguns meses para manifestar a queda esperada.



O mercado de trabalho seguiu extremamente aquecido, com a criação de 223 mil vagas e a taxa de desemprego atingindo 3,5%, porém, observamos uma desaceleração no crescimento dos salários em diversos indicadores, o que aumentou as esperanças do mercado quanto a um possível “soft landing”. Dados referentes a atividade foram mistos, o PIB do quarto trimestre cresceu 2,9%, apesar de uma visível perda de tração do consumo e investimento. Observamos Vendas no Varejo e Produção Industrial apresentarem resultados negativos, enquanto PMIs ainda demonstram a demanda enfraquecendo.

Na Europa, o inverno ameno e a queda no preço das commodities energéticas impulsionou a economia do continente, que após diversas projeções de recessão para o último trimestre do ano, cresceu 0,1%. As leituras de inflação apresentaram grande queda ao final do ano de 2022, impulsionadas pela melhora nas cadeias de oferta e queda nos preços de energia, contudo, a inflação de serviços e salários seguem pressionadas e preocupam o Banco Central Europeu.

A China seguiu em sua ambiciosa retomada econômica após o fim das políticas de Covid Zero. Observamos um grande fluxo de capital para o país, assim como ocorreu em praticamente todos os emergentes e exportadores de commodities. O minério de ferro e as bolsas locais seguiram apreciando, desta vez acompanhados pelo petróleo. Dados referentes a circulação de pessoas e desempenho do setor de serviços no país começam a demonstrar uma recuperação relevante da economia. É preciso monitorar quão sustentável será este movimento ao longo do ano e qual seu impacto sobre as outras economias mundiais, principalmente no que diz respeito a inflação nos países desenvolvidos.

#### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

O cenário inflacionário externo benigno se mostrou extremamente positivo para ativos de risco, principalmente internacionais. Contudo, a narrativa pode se aproximar de um fim, na medida em que a deflação de bens e de commodities se dissipa, com o mercado de trabalho e atividade se mostrando mais resilientes que o esperado. No Brasil, a sequência de ataques ao Banco Central e ao regime de metas de inflação, assim como o panorama para o cenário fiscal e parafiscal perturbam os valuations atrativos dos ativos locais, demandando cautela e serenidade na avaliação das oportunidades e preços.

**AF Invest Geraes 30 FIRF CP / AF Invest Minas FIA / AF Invest Geraes FIRF CP / AF Invest Global Bonds FIRF IE**



## Áfira Investimentos

### INTERNACIONAL:

O principal gatilho da bolsa de valores é o crescimento da economia norte-americana e se há risco de recessão.

A atividade econômica, medida pelo PIB, teve seu maior nível de crescimento real em junho de 2021. Desde então, a aceleração do aumento dos preços consumiu a margem entre nominal e real. Após atingir seu maior nível em junho de 2022, a inflação nos EUA está arrefecendo em consequência à restrição de liquidez imposta pelo aumento da taxa de juros.

Na Europa, há mais de 10 anos que o crescimento do grupo não foge ao zero (com exceção do período de 2020 com o Covid) que foi corrigido. A inflação começou a crescer no início de 2021 e atingiu pico em outubro com taxa acumulada de 11,5% em 12 meses. Logo em seguida houve um recuo da série, mas entendemos não ser mudança de tendência.

Nossa percepção é que a Europa começa a acordar agora para o problema que está enfrentando. O Banco Central Europeu aumentou a taxa em 50 pontos, sendo mais agressivo que o esperado, mas atrasado e menos que o necessário.

Os gatilhos positivos ou negativos ficam nas mãos da Rússia, em continuidade da guerra com a Ucrânia, e, a reabertura da China, que está pouco definida.

### BRASIL:

O ano político começou com a reeleição de Lira e Pacheco, ambos alinhados com o presidente da república eleito. A princípio, a leitura logo após a eleição de que haverá uma oposição forte e organizada se esvaiu um pouco pelo resultado do congresso.

Em fevereiro devemos ter mais clareza das intenções, pleitos e forças do governo para o mandato atual.

Esperamos que a política fiscal deteriore a economia ao passo que a política monetária compense exageros até que termine o mandato atual do Roberto Campos e a independência do Banco Central.

As estatísticas econômicas do ano começam bem, inflação abaixo de 6,0% acumulada em 12 meses, taxa de desemprego em 8% (no pico de 2020 atingiu 14,5%) e crescimento real do PIB.



**Perspectivas para o mês de fevereiro:**

A incertezas de diretrizes locais, que ainda desenrolam da zona política, podem contaminar a economia. As recentes falas de Lula, deixam frágil o compromisso fiscal com teto de gastos e colocam em dúvida a independência do Banco Central. Apesar do investidor estrangeiro ser pouco afetado por esse tipo de ruído local, ele não é imune. A escalada polarizada poderá deteriorar a bolsa de valores que já vem com menor volume de negociação e em janeiro foi sustentada pela entrada de recursos. Se houver um gatilho para reversão desse fluxo, veremos o ibovespa em níveis deprimidos e o mercado local focado em renda fixa por um período mais longo.

**Áfira Valor FIA**



## Alaska Investimentos

Alaska Institucional e Previdenciários: as carteiras de ações apresentaram desempenhos positivos e superiores ao Ibovespa no mês. As posições no setor de siderurgia foram os destaques positivos, enquanto do lado negativo o destaque foi o setor financeiro. Empresas do setor de commodities seguem como as maiores posições da carteira de ações.

Fundos Alaska Black BDR: além da carteira de ações que apresentou desempenho positivo no mês, os fundos carregam posição comprada na bolsa local via opções, que também contribuiu de forma positiva. No mercado de juros, as posições de arbitragem na curva (em tamanho reduzido) tiveram retorno próximo de zero e a posição vendida em taxa na parte intermediária contribuiu de forma negativa. Em câmbio, o fundo segue com posição vendida em dólar contra o real, que contribuiu de forma positiva.

Alaska Range: o fundo apresentou retorno positivo em renda variável, com ganhos na posição direcional e na estratégia long & short entre a carteira de ações e o índice. Em juros, o fundo teve ganhos próximos de zero nas posições de arbitragem e perdas na posição direcional vendida em taxa na parte intermediária da curva. Em câmbio, o fundo seguiu com a posição vendida em dólar contra o real, que contribuiu de forma positiva.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Não sabemos fazer previsões de curto prazo para o mercado como um todo e preferimos tomar decisões baseadas nos fundamentos de longo prazo dos ativos que avaliamos investimento. Para as empresas isso quer dizer que tentamos prestar atenção apenas nos acontecimentos que tem potencial real de impacto em suas capacidades de geração de caixa. Adotamos uma postura exclusivamente reativa quando vemos que uma narrativa traz alterações nos preços dos ativos, porém com pouco ou nenhum impacto em suas capacidades de geração de resultado no longo prazo. Nesses casos tendemos a fazer mudanças táticas na carteira para nos aproveitarmos das oscilações de mercado.

**Alaska Black FIC FIA II - BDR Nível I / Alaska Institucional FIA / Alaska Black FIC FIA - BDR Nível I / Alaska Range FIM**



## Alpha Key Capital

O primeiro mês de 2023 foi impulsionado por um cenário internacional benigno, com a reabertura da China, um inverno pouco rigoroso na Europa e a expectativa de um FED mais dovish . O treasury de 10 anos caiu mais de 30bps, fechando o mês próximo dos 3,50% e as moedas do mundo todo se valorizaram fortemente ante ao dólar.

Localmente tivemos algumas sinalizações positivas em relação ao novo arcabouço fiscal, apesar de ruídos pontuais em falas do governo. Mas a maior surpresa veio do lado micro, com as inconsistências contábeis da Americanas e o pedido de recuperação judicial. Tínhamos uma exposição pequena através de opções (call spread) e o impacto para o fundo foi inferior a 15bps, totalmente offsetado por nossa posição estrutural em Mercado Livre .

O portfólio teve uma performance muito positiva em função dos setores de infraestrutura, varejo online e incorporadoras. Do lado negativo os setores de vestuário e bancos foram os mais relevantes. Os hedges (Ibovespa e BRL) tiveram contribuição marginal negativa, esperado para um mês de recuperação dos mercados.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Fizemos ajustes nos pesos dos blocos da carteira, com domésticas em 50% (+10%), utilities 20% (-5%) e commodities 20% (-5%). Mantemos ainda os hedges no Ibovespa e no dólar.

Ainda enxergamos dúvidas no cenário local e internacional, mas a convicção da execução micro de algumas empresas aliada a valuations muito baixos, nos dão a margem de segurança necessária para esse pequeno incremento de risco no portfolio. Acreditamos que o índice Bovespa (muito pesado em Vale, Bancos, Petrobrás, Weg, etc) pelos mais diversos motivos (valuation, cenário de crédito, interferência política, aumento de taxaçaõ etc) seguirá sem grande apelo e que o stockpicking de empresas baratas e confiáveis poderá trazer aos nossos fundos e investidores uma geração de alpha importante ao longo dos próximos trimestres.

### **Alpha Key Long Biased FIC FIM**



## Apex Capital

Apex Long Only:

No mês de janeiro de 2023, o fundo Apex Ações 30 teve retorno de +3,96% e o índice Bovespa +3,36%.

Os destaques positivos em termos absolutos foram em Mineração, Energia, Transporte e Varejo.

Os destaques negativos em termos absolutos foram em Utilidade Pública e Papel e Celulose.

Em termos relativos em relação ao índice Bovespa, os destaques positivos foram: Transporte, Varejo, Alimentos e Bebidas e Shopping e Propriedades; e os negativos foram: Siderurgia.

A exposição está em 100,56% do PL e as 15 maiores posições representavam 71,39% do PL no final do mês.

A exposição setorial do fundo está conforme a seguir: Financeiro e Outros 20%; Materias Básicos 18,4%; Consumo Cíclico 12,6%; Petróleo, Gás e Biocombustíveis 12,1%; Utilidade Pública 11,9%; Bens Industriais 10,5%; Consumo não Cíclico 7,9%; Saúde 4,9% e ETF 1,9%.

Apex Infinity:

Net 40,82%

Gross 153,20%

No mês de janeiro de 2023, o fundo Apex Infinity apresentou retorno de +3,89% e o índice Ibovespa +3,36%.

Os destaques positivos em termos absolutos foram em Varejo, Transporte, Mineração e Alimentos e Bebidas. Os destaques negativos em termos absolutos foram em Bancos, Indústria, Siderurgia e Utilidade Pública.

O fundo terminou o mês com uma exposição líquida de 40,82% e bruta de 153,20%.

A exposição bruta setorial do fundo está conforme a seguir: Financeiro e Outros 39,1%; Consumo Cíclico 21,9%; Materias Básicos 18%; Utilidade Pública 17,1%; Consumo não Cíclico 15,8%; Petróleo, Gás e Biocombustíveis 11,2%; ETF 10,8%; Bens Industriais 10,5% e Saúde 8,4%.



Apex Equity Hedge FIM:

Net 4,40%

Gross 118,98%

No mês de janeiro de 2023, o fundo Apex Equity Hedge apresentou retorno de +2,02% e o CDI +1,12%.

Os destaques positivos em termos absolutos foram em Varejo, Alimentos e Bebidas, Mineração e Transporte. Os destaques negativos em termos absolutos foram em Bancos, Siderurgia e Indústria.

O fundo terminou o mês com uma exposição líquida de 4,40% e bruta de 118,98%.

A exposição bruta setorial do fundo está conforme a seguir: Financeiro e Outros 25,3%; Materias Básicos 20,7%; Utilidade Pública 13,3%; Consumo Cíclico 12,4%; Bens Industriais 12%; Consumo não Cíclico 11,9%; Petróleo, Gás e Biocombustíveis 9,9%; ETF 6,4%; Saúde 5,6%; Telecomunicações 0,6% e Tecnologia da Informação 0,4%.

Apex Ações Plus:

No mês de janeiro de 2023, o fundo Apex Ações Plus teve retorno de +4,97% e o índice Bovespa +3,36%.

Os destaques positivos em termos absolutos foram em Mineração, Varejo, Energia e Transporte.

Os destaques negativos em termos absolutos foram em Utilidade Pública e Papel e Celulose.

Em termos relativos em relação ao índice Bovespa, os destaques positivos foram: Varejo, Transporte, Saúde e Alimentos e Bebidas; e os negativos: Siderurgia, TI, Indústria e Utilidade Pública.

A exposição está em 103,02% do PL e as 15 maiores posições representavam 68,46% do PL no final do mês.

A exposição setorial do fundo está conforme a seguir: Materias Básicos 20,6%; Financeiro e Outros 16,1%; Consumo Cíclico 13,2%; Utilidade Pública 11,7%; Petróleo, Gás e Biocombustíveis 10,6%; Bens Industriais 10,3%; Saúde 8,3%; Consumo não Cíclico 7,8%; Tecnologia da Informação 1,9% e ETF 1,8%.



Apex Long Biased Icatu Previdência FIM 70:

Net 29,61%

Gross 83,36%

No mês de janeiro de 2023, o fundo Apex Long Biased Icatu 70 Prev FIM apresentou retorno de +3,06% e o CDI +1,12%.

Os destaques positivos em termos absolutos foram em Varejo, Transporte, Mineração e Alimentos e Bebidas. Os destaques negativos em termos absolutos foram em Bancos, Indústria e Siderurgia.

O fundo terminou o mês com uma exposição líquida de 29,61% e bruta de 83,36%.

A exposição bruta setorial do fundo está conforme a seguir: Renda Fixa 26,9%; Financeiro e Outros 20,4%; Consumo Cíclico 15,1%; Utilidade Pública 12,3%; Materias Básicos 12,1%; Consumo não Cíclico 11,4%; Petróleo, Gás e Biocombustíveis 7,7%; Bens Industriais 7,6%; Saúde 6,1% e ETF 2,8%.

Apex Long Biased Icatu Previdência FIM 49:

Net 21,17%

Gross 59,60%

No mês de janeiro de 2023, o fundo Apex Long Biased Icatu Prev 49 apresentou retorno de +2,48% e o CDI +1,12%.

Os destaques positivos em termos absolutos foram em Varejo, Transporte, Mineração e Alimentos e Bebidas. Os destaques negativos em termos absolutos foram em Bancos, Indústria, Siderurgia e Utilidade Pública.

O fundo terminou o mês com uma exposição líquida de 21,17% e bruta de 59,60%.

A exposição bruta setorial do fundo está conforme a seguir: Renda Fixa 47,5%; Financeiro e Outros 14,5%; Consumo Cíclico 10,7%; Utilidade Pública 8,8%; Materias Básicos 8,6%; Consumo não Cíclico 8,1%; Petróleo, Gás e Biocombustíveis 5,5%; Bens Industriais 5,4%; Saúde 4,3% e ETF 2%.



**Perspectivas para o mês de fevereiro:**

A economia global deve mostrar uma expansão modesta ao redor de 2,5% em 2023, mas as perspectivas melhoraram nos últimos meses por duas razões principais.

Primeiro, na Europa, os riscos de uma recessão grave foram amplamente mitigados, majoritariamente devido a temperaturas mais amenas durante o inverno, o que reduz o risco de racionamento de gás no curto prazo.

Segundo, na China, as autoridades indicaram que pretendem abandonar as políticas de Covid zero mais rapidamente do que o esperado. Como resultado, espera-se que a China exiba uma recuperação mais forte nos próximos trimestres, impulsionada pelo aumento da mobilidade e do consumo.

Nos EUA, a inflação atingiu, finalmente, um ponto de inflexão no quarto trimestre de 2022, refletindo preços de energia mais baixos e uma normalização gradual das cadeias de suprimento. Em parte, devido a melhores números da inflação, o FOMC desacelerou o ritmo de aperto para 50 bps em dezembro de 2022, e novamente para 25 bps em fevereiro de 23. Por outro lado, o mercado de trabalho ainda está muito apertado e os salários estão sob pressão, implicando em uma inflação de serviços mais resiliente. Neste contexto, esperamos que o FOMC continue o ciclo de alta nos próximos meses, atingindo uma taxa terminal de 5,0-5,25% em maio. Refletindo os impactos defasados do agressivo ciclo de aperto monetário, esperamos que a economia norte-americana exiba uma recessão moderada no segundo semestre desse ano.

Já o Brasil teve um desempenho positivo de crescimento em 2022 por uma série de fatores, como preços elevados de commodities, maior mobilidade social e políticas fiscais expansionistas. Contudo, vemos a economia perto da estagnação em 2023, refletindo uma política monetária restritiva e o arrefecimento do crescimento econômico global, embora um desempenho muito positivo do setor agrícola possa compensar em parte estes fatores.

A inflação caiu significativamente no segundo semestre de 2022, principalmente por cortes de impostos, mas vemos riscos assimétricos para cima nos próximos anos. Após 12 aumentos consecutivos, o Copom manteve a taxa Selic constante em 13,75% nas últimas quatro reuniões e esperamos que ela se mantenha estável até o final do ano. Uma eventual flexibilização da política monetária depende tanto da capacidade do novo governo de ancorar as expectativas sobre a trajetória da dívida pública, quanto de uma reafirmação do compromisso com as metas de inflação.



Até agora, o novo governo tem dado sinais preocupantes sobre a condução da política fiscal, com a aprovação de uma PEC que permite um limite adicional de despesas de R\$168 bilhões neste ano. Além da PEC, os discursos do atual presidente reforçaram uma direção de maior gasto e intervenção governamental através das empresas públicas. A autonomia do Banco Central contribuiu para uma transição menos turbulenta, mas existem riscos relacionados à definição da meta de inflação e à indicação de diretores do BC. Não esperamos um repúdio total à responsabilidade fiscal, mas as indicações que temos até agora sugerem fundamentos fiscais mais frágeis, implicando um aumento dos prêmios de risco, da taxa de juro neutra e dos riscos inflacionários, bem como uma redução do crescimento potencial.

**Apex Equity Hedge FIM / Apex Ações 30 FIC FIA / Apex Infinity 8 Long-Biased FIC FIA / Apex Long Biased FIC FIM**



## Arbor Capital

Tal como observamos nos últimos 18 meses, em janeiro de 2023 as discussões macroeconômicas continuaram dominando a narrativa dos mercados. O combate dos bancos centrais à inflação através de taxas de juros mais altas cria incertezas sobre o rumo da economia no curto prazo.

Qual a taxa de juro que será necessária para desestimular a demanda e acomodar o aumento de preços? Quão severa será a desaceleração econômica neste ambiente mais restritivo?

Hoje, essas perguntas são centrais. Mas apesar de importantes para um horizonte de 12 meses, são pouco relevantes para os retornos de longo prazo de empresas resilientes com participação de mercado dominantes. Um choque pontual também impacta as receitas e a geração de caixa dessas empresas, mas não costuma mudar a trajetória dos seus fluxos mais longos.

Apesar de fora de moda, as variáveis que realmente importam são microeconômicas e dizem respeito ao cenário competitivo e à alocação de capital da empresa investida. Se esses fundamentos se mantêm saudáveis, os lucros por ação crescem e, com o passar do tempo, os preços das ações inevitavelmente acompanham.

Em 2022, o abrupto aumento de juros corrigiu os preços de vários ativos e retirou muitos excessos do mercado. Ao mesmo tempo, diversas ações se tornaram visivelmente descontadas, negociando abaixo dos seus múltiplos terminais. Com isso, vemos o ambiente atual como favorável para o investimento em negócios de qualidade e enxergamos retornos implícitos bastante elevados em todas as empresas em que investimos.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

O Arbor Global Equities BRL é um fundo long-only, que não utiliza de alavancagem, é 100% investido e não busca cronometrar o mercado com alocações em caixa ou proteções. Entendemos que essa estratégia maximiza retornos ao mesmo passo que minimiza a probabilidade de perda permanente de capital no longo prazo. Na Arbor seguimos um horizonte de investimento de longo prazo, portanto não posicionamos o portfólio para um mês em particular.

Nossos investimentos são sempre concentrados em empresas com vantagens competitivas duráveis, com largas oportunidades de crescimento e que são geridas por bons alocadores de capital. Enquanto encontramos margem de segurança, investimos ao longo de vários anos.

**Arbor Global Equities BRL FIC FIA - BDR Nível I / Arbor Global Equities USD FIA**



## Argumento

No mês de janeiro, a abertura Chinesa pós Covid Zero foi se fazendo sentir. O tráfego de veículos se elevou a 40% acima do ano anterior, e diversos bancos atualizaram suas projeções de expansão do PIB para 2023 de pouco acima de 3% para perto de 5%. Esse movimento compensará, ao menos parcialmente, a abertura de hiato no Ocidente hoje em curso. A Agência Internacional de Energia (AIE) acredita que, com a retomada chinesa, a demanda por petróleo alcançará nível recorde neste ano.

Nos EUA, apesar de a primeira estimativa de crescimento no 4º trimestre passado (2,9%) ter batido as expectativas, quedas nos gastos dos consumidores e na produção industrial ao longo do período apontam para uma desaceleração induzida pelo aperto monetário.

O FED parece seguir uma estratégia “one and done”, em que reduz a probabilidade de ter que voltar a subir os juros, o que acabaria gerando um maior custo em termos de produto e reputação da instituição. Com boa parte do trabalho feito, e uma desaceleração suave da economia, são altas as chances de um ciclo de aperto bem sucedido. Há, entretanto, riscos ainda. O primeiro é de que a inflação se mostre particularmente resistente a quedas adicionais rumo à meta de 2%, o que faria o FED ter que prolongar o ciclo em uma economia já mais fraca.

O segundo é que o comitê já tenha contratado uma queda abrupta de atividade, e apenas não a estejamos vendo. Isso devido a não-linearidades, como uma piora no mercado de trabalho gerar vendas forçadas de moradias. Ou que as empresas, que se refinanciaram a taxas extremamente baixas durante a pandemia, tenham dificuldades de rolagem em meio a uma liquidez reduzida.

O fato é que o mercado de trabalho nos EUA segue extremamente forte, e é sobre ele que se voltam as atenções dos analistas. O Payroll de janeiro, com 517k empregos gerados, foi muito mais elevado que o esperado. É intrigante a divergência com relação aos anúncios, iniciados pelas “techs” e depois alastrados por empresas de outros setores, de demissões em larga escala.

Na Zona do Euro, as perspectivas passaram de uma recessão significativa neste ano para estabilidade ou pequeno crescimento. O choque de energia se mostrou menos severo que o previsto, e a reabertura chinesa deve elevar a demanda externa.

No Brasil, Lula prometeu em seu discurso um Estado desenvolvimentista e nacionalista e seguiu em uma retórica hostil aos mercados.



Já Haddad manteve uma postura mais pragmática, e anunciou seu primeiro pacote de ajuste fiscal, majoritariamente baseado em aumento de receitas, buscando um déficit primário entre 0,5% e 1% do PIB em 2023, contra uma previsão de 2,3% do PIB no orçamento. Desenhou também um caminho para a reforma tributária, com a etapa de impostos indiretos, que se propõe neutra, a ser tocada no primeiro semestre. Depois, a discussão sobre Imposto de Renda e deduções, provavelmente com efeito positivo sobre arrecadação.

Enquanto isso, os primeiros efeitos restritivos das condições financeiras no Brasil começam a aparecer de forma mais clara. Indicadores de atividades mais fracos, crédito mais apertado. Se abre, especialmente após o evento Americanas, a possibilidade de um cenário de tranco mais forte no crédito.

Nas últimas semanas, o presidente passou a investir de forma mais contundente contra a política monetária e a independência do BC, contribuindo para acelerar a desancoragem das expectativas, que já se encontrava em curso. Nesse sentido, a definição do próximo Diretor de Política Monetária, a ser feita neste mês, e as discussões acerca da elevação ou não das metas de inflação, serão importantes para as perspectivas inflacionárias. A frase recente de Haddad, de que se observará o comportamento das expectativas para decidir o nível de inflação a ser perseguido, sugere alteração nas metas.

Por fim, as contas externas sofreram mais uma revisão relevante, com o Banco Central alterando a série histórica das estatísticas do balanço de pagamentos, especialmente na conta de transportes. Com isso, perdeu-se uma “folga” de USD30B nos últimos 2 anos, apontando para um déficit de conta corrente mais próximo ao IED projetado.

#### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

O cenário global apresenta perspectivas melhores que as vislumbradas há poucos meses, com os Bancos Centrais já tendo feito a maior parte do tightening e a China retomando um crescimento mais forte.

No campo doméstico, as incertezas quanto à política monetária dificultam previsões com horizontes mais longos e uma crise de crédito pode estar se aproximando.

No exterior mantivemos nossa carteira de cases específicos contra índice e a posição comprada em produtoras norte-americanas de petróleo, dada nossa visão de demanda elevada e oferta contida para os próximos anos, associada aos preços atrativos do setor. Zeramos a posição tomada em Treasury e reduzimos a venda de S&P.



No Brasil, mantivemos a exposição a ações high conviction com hedge em índice. Reduzimos a posição aplicada curta indexada ao IPCA e montamos uma posição de inclinação de juros. Acreditamos que uma mudança na meta elevará as taxas mais longas, ao passo que um tranco no crédito reduzirá as mais curtas.

**Argumento ARG Hike FIC FIM / Argumento ARG I FIM**



## Armor Capital

O mês de janeiro foi marcado pelo aumento do apetite de risco dos investidores na volta das festas de fim ano, alocação de risco nos portfólios em um cenário em que a inflação no mundo tem arrefecido e a probabilidade de recessão nos países desenvolvidos, em especial Estados Unidos e Zona do Euro, tem diminuído. No caso dos Estados Unidos, o mercado tem apostado cada vez mais num soft landing, o que fez com que os ativos de risco performassem muito bem no primeiro mês de 2023. As bolsas americanas apreciaram entre 6% e 10%, as taxas de juros fecharam entre 15 e 30bps e o índice de moedas DXY (que mede a performance do Dólar versus uma cesta de moedas) perdeu quase 2% com destaque para as moedas de países emergentes que apreciaram entre 2,5% e 4% em janeiro. Internamente, o Brasil surfou essa onda de fluxo estrangeiro alocando risco nos portfólios, o Real teve a melhor performance no grupo de moedas que acompanhamos apreciando 4% no mês, a bolsa local valorizou mais de 3%, no entanto as taxas de juros abriram entre 10 e 30bps, com os receios fiscais na nova administração. Novamente o livro de moedas foi o grande responsável pela performance do fundo, contribuindo com 3,11%. Basicamente carregamos posições vendidas em Dólar, compradas em Real e em Peso Mexicano, além das operações táticas de curto prazo. Os livros de renda fixa também apresentaram uma performance positiva (+84bps), provenientes das nossas posições compradas em Bonds e tomadas em inclinação de juros nominais locais. No livro de

ações tivemos uma performance mista. A posição comprada em bolsa americana performou bem, enquanto a posição vendida em bolsa local registrou perdas somando -0,65%.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Nossa visão permanece mais construtiva para o mercado de ações americano acreditando no cenário de soft landing por lá e mais cautelosa no mercado local, tendo em vista as últimas sinalizações econômicas da nova gestão, além de manter nossas posições táticas de curto prazo nos livros de Trading.

### **Armor Axe FIC FIM / Armor Sword FIC FIM**



## ARX Investimentos

No cenário doméstico, o noticiário envolvendo o relacionamento do governo com o Banco Central foi o fato gerador de maior movimento de estresse no preço dos ativos ao longo do mês de janeiro. Ainda assim, os portfólios macro tiveram boa performance, tendo como principais contribuições as posições tomadas em juros nominal e comprada em inflação implícita. O debate negativo sobre o cenário fiscal prospectivo e as notícias ligadas ao desconforto do governo em relação à condução da atual política monetária contribuíram para o aumento do prêmio de risco fiscal embutido na curva de juros e a desancoragem das inflações implícitas, favorecendo nossas posições pessimistas em renda fixa. O book de renda variável local também contribuiu positivamente através da compra de uma cesta de ações selecionadas contra uma estrutura de opções para reduzir a exposição direcional do fundo. Já as posições vendidas em bolsa europeia e de valor relativo entre países foram os principais responsáveis por detrair parte do resultado.

Em renda variável, o Ibovespa apresentou um mês de recuperação seguindo as boas performances das principais bolsas globais e a melhora do apetite de risco dos investidores estrangeiros. O tema “recuperação da China”, após o governo do país abolir a política de covid-zero, e seus impactos positivos sobre os preços das commodities também beneficiaram a bolsa brasileira. Considerando a estratégia ARX Income, os principais geradores de alfa foram Pão de Açúcar, Santos Brasil e Metalúrgica Gerdau, enquanto os maiores detratores de performance foram Americanas, Bradesco e Suzano. O Pão de Açúcar seguiu a decisão do Conselho de Administração de redução do capital social da companhia mediante a entrega de um bilhão de ações do Éxito. Essa decisão foi avaliada como mais um passo para a cisão do Éxito, o que ajudaria a destravar um valor não precificado em sua ação, resultando na valorização do papel. Já a ação da Metalúrgica Gerdau foi favorecida pela melhora das perspectivas para as commodities metálicas, devido ao fim da política de Covid-zero na China e a expectativa de uma recuperação da economia chinesa ainda no primeiro semestre de 2023. Do lado negativo, a ação da Americanas sofreu uma queda expressiva no mês após o anúncio de “inconsistências contábeis” existentes no balanço, de disputas judiciais com os bancos credores e o pedido de recuperação judicial.

No mercado de crédito privado, o caso Americanas esteve no foco dos debates. O risco de crédito trouxe contribuições negativas para os fundos em janeiro por conta das posições em debêntures da Americanas, que foram marcadas a 10% do PU Par (negociações no secundário tem sido ao redor de 12-13% do PU Par).



Ainda assim, todos os fundos fecharam o mês com cotas positivas. O risco de mercado trouxe uma contribuição negativa para os fundos da família ARX Elbrus Pro e neutra para os fundos das famílias ARX Elbrus e ARX K2 Previdência.

**Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Em nossa visão, parece prematuro possuir posições ligadas a um potencial cenário mais benigno para o mundo em 2023, apesar da melhora no quadro inflacionário global. A inflação de serviços ainda continua rodando em patamares elevados, enquanto a precificação no mercado de juros segue leniente em termos de juros terminal e início do ciclo de cortes de juros. Acreditamos que os juros devem se manter em patamares elevados durante o ano de 2023 e, por ora, o processo de normalização da política monetária nos países desenvolvidos ainda deverá seguir em curso. Além disso, possíveis desdobramentos geopolíticos e o impacto da reabertura chinesa sobre o mercado de commodities são variáveis importantes a serem acompanhadas nos próximos meses.

Neste contexto, a estratégia macro possui suas principais posições no book de renda fixa local através de posições tomadas em juros nominais e, em menor escala, compradas em inflação implícita, enquanto no book internacional aumentamos a exposição vendida em bolsa de países desenvolvidos. Em bolsa local, seguimos com uma pequena exposição direcional comprada. No book de moedas, possuímos posição vendida no real como proteção. No book de juros internacional, seguimos com uma pequena posição tomada em juros na Itália.

Considerando a estratégia ARX Income, como ainda há incertezas a respeito do cenário, buscamos um maior nível de diversificação no portfólio com o objetivo de mitigar riscos específicos no fundo. Nosso cenário base continua sendo de crescimento moderado da economia brasileira devido ao quadro fiscal desafiador e das incertezas a respeito dos próximos passos do novo governo. Os fatores de riscos globais permanecem elevados, dada a continuidade do ciclo de aperto monetário nos países desenvolvidos, em particular nos EUA, e pelo risco de uma desaceleração mais relevante da economia mundial. Não houve alterações relevantes na carteira ao longo do mês. Em linha com a estratégia de preservação de capital e de diversificação, as maiores exposições estão nos setores de bancos, mineração, varejo, energia elétrica e siderurgia.

Em crédito privado, observamos que os três fatores de proteção mais importantes nesse momento foram a diversificação da carteira, o monitoramento contínuo das empresas, bem como o controle da exposição dos fundos em setores mais sensíveis a fatores macro e microeconômicos, como o de varejo.



Nós temos adotado estes três princípios e verificamos que a grande maioria dos fundos de crédito seguiu na mesma linha, de forma que o impacto do evento foi diluído na indústria como um todo. Ao longo do mês mantivemos a duration em 3,2y nos fundos atrelados ao IMA-B5 – famílias ARX Elbrus e ARX K2 – e 7,0y para os fundos da família ARX Elbrus Pro – benchmark IMA-B. Apesar da volatilidade nas curvas de juros, optamos por não aumentar a duration dos portfólios dado o elevado grau de incerteza sobre a política fiscal do governo nos próximos anos.

**ARX Long Term FIC FIA / ARX Income FIC FIA / ARX Extra FIC FIM / ARX Macro FIC FIM / ARX Everest FIC FIRF CP / ARX Elbrus FIC FIIIRF / ARX Vinson FIC FIRF CP / ARX Denali FIRF FIC CP / ARX Elbrus Pro FIC FI Incentivados Infraestrutura RF / ARX Macro 15 FIC FIM**



## Atena Capital

O mês foi marcado por um aumento generalizado dos spreads das debêntures, resultado do caso Americanas, que limitou maiores ganhos no período. Apesar da marcação negativa dos papéis com aumento dos spreads, não possuíamos nenhuma exposição ao crédito de Americanas, o que nos permitiu aproveitar o momento para aumentar a alocação em empresas de alta qualidade que apresentavam prêmio em relação a seu risco esperado. Destaque para alguns ativos em carteira Localiza, Cosan e Gerdau, que apresentaram as maiores atribuições individuais dentro da classe.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Apesar do cenário de alta de juros, o que pode não "favorecer a compra de ações" vemos com uma grande oportunidade para empresas com alta geração de caixa com valuation atrativos. Continuaremos aderente a nossa filosofia que é ter boas empresas no portfólio, controlando o risco, o que resulta em entregas consistentes.

**Atena Ações Long Bias / Atena Tapyr FIC RF CP / Atena High Yield FIC RF CP**



## Athena Capital

A maior contribuição positiva do mês foi advinda de NTCO, que saiu na mídia com informações sobre o valor potencial da venda da AESOP (no topo das estimativas, mas sem confirmação da veracidade da informação). Outro destaque positivo foi o Banco Inter, que divulgou referência de ROE de LP em torno de 30% no investor day. Apesar de achar bem desafiador, no valuation atual já é possível ver valor, mesmo se o banco entregar metade disso. O terceiro destaque foi STBP, que em 2023 tem a possibilidade de recompor os preços cobrados no Tecon Santos, dado um cenário de oferta-demanda favorável. Dentre os destaques negativos temos BPAC, que foi um dos bancos impactados pela RJ da Americanas.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Uma diferença relevante do nosso posicionamento atual para boa parte do mercado é que ao longo do mês, nós temos reduzido a exposição a commodities. Recentemente, a narrativa em relação a esses ativos deixou de ser sobre os impactos de uma recessão global e passou a ser sobre a mudança na política de Covid da China. Essa mudança, que relembra como o mercado é bipolar e tende a ir da depressão para a euforia, retirou muito da margem de segurança que desejamos ao investir e incentivou a zerarmos as posições ligadas a commodities metálicas (mantemos exposição a O&G).

### **Athena Total Return II FIC FIA**



## Augme Capital

No mês de janeiro, o Augme 45 teve retorno de -1,17% (R\$ -5,2 milhões de PnL). Na performance por estratégia, o nosso book ilíquido (ou HTM) entregou 1,4% de retorno, equivalente a 132% do CDI (R\$ 429 mil de PnL). O book líquido (ou de trading) teve retorno de -2,78% (R\$ -3,8 milhões de PnL) e o caixa fez 1,15% ou 108% do CDI (R\$ 740 mil de PnL).

O maior detrator da performance do book líquido foi uma posição em um CDB Vinculado, cujo risco final era o grupo Lojas Americanas. Nossa exposição era de 2,6% do PL do fundo e agora está em 0,33% do PL, em função da piora significativa da solvência do grupo durante o mês. A perda com este ativo totaliza R\$ -5,2 milhões. Do lado positivo, tivemos MtM das debêntures de Aura Minerals, AALM11 (R\$ 47 mil de PnL e 150% do CDI) e Rodovias do Brasil, RODB11 (R\$ 45 mil e 147% do CDI).

No book ilíquido, destaque para fechamento de spread da debênture de Triple Play, OAMS11 (R\$ 50 mil de PnL e 175% do CDI), o restante da carteira performou conforme o carregamento.

Em janeiro, o Augme 180 teve retorno de -1,56% (R\$ - 5,5 milhões de PnL). Na performance por estratégia, o nosso book ilíquido (ou HTM) entregou 1,4% de retorno, equivalente a 132% do CDI (R\$ 2,3 milhões de PnL). O book líquido teve retorno de -5,60% (R\$ - 9,8 milhões de PnL) e o caixa fez 1,14% e 107% do CDI (R\$ 540 mil de PnL).

O maior detrator da performance do book líquido foi uma posição em um CDB Vinculado, cujo risco final era o grupo Lojas Americanas. Nossa exposição era de 3,1% do PL do fundo e agora está em 0,40% do PL, em função da piora significativa da solvência do grupo durante o mês. A perda com este ativo foi de R\$ -9,8 milhões. Do lado positivo, tivemos MtM do FII XP Hotéis (R\$ 153 mil de PnL e 328% do CDI) e da debênture de Alliar, AALR13 (R\$ 77 mil de PnL e 140% do CDI).

No book ilíquido, destaque para o fechamento de yield de uma CCB em IPCA que temos em carteira para financiar uma termelétrica (R\$ 86 mil e 300% do CDI). Esta CCB não tem hedge por ter opção de pré-pagamento pelo devedor. Destaque também para o fechamento de spread na debênture de Triple Play, OAMS11 (R\$ 76 mil e 175% do CDI). O restante da carteira performou conforme o carregamento, sem destaques.



**Perspectivas para o mês de fevereiro:**

O Augme 45 encerra o mês com 13,1% alocados no book ilíquido (ou HTM), 56,6% alocados no book líquido (ou de trading) e 30,2% em caixa. Na margem tivemos um aumento de caixa (+400bps) diluindo o book líquido. O carregamento do fundo encerrou o mês em CDI+1,75% a.a. para uma duration de 1,78 ano – ambos levemente acima do mês anterior. O maior emissor representa 1,83% do fundo e o Índice de Herfindahl está em 1,43%.

O Augme 180 encerra o mês com 45,6% alocados no book ilíquido (ou HTM), 38,6% alocados no book líquido (ou de trading) e 15,8% em caixa. Na margem, tivemos um aumento de caixa (+300bps) diluindo ambos os books. O carregamento do fundo está em CDI+3,76% a.a. para uma duration de 2,22 anos – um incremento de 23bps de carregamento e 0,15 ano de duration em comparação a dezembro. O maior emissor representa 2,01% do PL e o Índice de Herfindahl está em 1,44%.

**Augme 45 FIC FIRF CP / Augme 180 FIC FIM CP**



## Avin Asset

Neste mês, a carteira do Fundo AVIN Global Equities FIC FIA-IE teve resultado em dólares de 4,29%, o que demonstra a qualidade da carteira em si. No entanto, em reais, o resultado foi inferior a isso, de 0,10%, devido à excepcional queda do dólar no mês. Esse resultado foi um pouco abaixo do desempenho do índice S&P 500, o que se deu principalmente pelo fato da exposição do fundo ser maior no setor de saúde do que o índice, além de estarmos mantendo um caixa relativamente elevado. Durante o mês, aumentamos ligeiramente a exposição em tecnologia, mas ainda continuamos com uma posição menor do que o índice nesse setor. Além disso, aumentamos um pouco a exposição no setor de consumo discricionário, com uma posição nova de TJX Companies (NYSE:TJX), porém também mantendo uma exposição menor ao setor do que o índice.

Já para o AVIN RF Crédito Privado, o No mês janeiro 2023, o fundo AVIN RF CP apresentou um retorno pouco abaixo do CDI. Esse resultado foi causado primordialmente por dois fatores. Primeiro, em virtude da necessidade de liquidez e do momento de montagem da carteira e diligência dos ativos, o fundo estava com aproximadamente 10% do seu patrimônio investido em outro fundo, o qual possuía debêntures das Lojas Americanas.

No entanto, vários fundos referenciados DI, ultraconservadores e sem mesmo serem intitulados fundos de Crédito Privado, tiveram suas performances severamente impactadas no mês (alguns, inclusive, com retorno negativo ou próximo de zero), motivo pelo qual, considerando a magnitude do evento e seus impactos de mercado, não estamos insatisfeitos com o resultado do nosso fundo. Além disso, neste mês o patrimônio do fundo cresceu expressivamente, o que nos levou a fazer muitos novos investimentos de longo do período. Devido às altas taxas de corretagem e spreads largos, cada nova compra deve refletir tais custos e tem um impacto negativo na rentabilidade do dia.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Estamos otimistas para com o futuro de ambos os nossos fundos, certos de que ambas as estratégias irão se aproveitar das condições econômicas atuais.

### **Avin Global Equities FIC FIA IE**



## Bahia Asset Management

### BAHIA AM FIC DE FIM

O fundo teve resultado negativo em Renda Fixa e em Renda Variável. Em Renda Fixa, as perdas vieram de posições vendidas em risco, tomadas em juros nominais no Japão e aplicadas em juros nominais nos Estados Unidos. Os ganhos vieram de posições vendidas em dólar contra uma cesta de moedas e tomadas em inclinação longa de juros nominais no Brasil. Em Renda Variável, as perdas vieram de posições vendidas em bolsa americana. O ano de 2023 começa e os mercados agora estão atentos, principalmente, para o processo de desinflação em curso ao redor do mundo. A reabertura da economia chinesa, a queda nas cotações do gás europeu e as recentes surpresas baixistas de inflação em diversos países deram suporte aos ativos de risco e contribuíram para a queda do dólar. No Brasil, o cenário político segue conturbado e gerou repercussões nos noticiários internacionais após os acontecimentos em Brasília.

### BAHIA AM MARAÚ FIC DE FIM

O fundo teve resultado negativo em Renda Fixa e em Renda Variável. Em Renda Fixa, as perdas vieram de posições vendidas em risco, tomadas em juros nominais no Japão e aplicadas em juros nominais nos Estados Unidos. Os ganhos vieram de posições vendidas em dólar contra uma cesta de moedas e tomadas em inclinação longa de juros nominais no Brasil. Em Renda Variável, as perdas vieram de posições vendidas em bolsa americana. O ano de 2023 começa e os mercados agora estão atentos, principalmente, para o processo de desinflação em curso ao redor do mundo. A reabertura da economia chinesa, a queda nas cotações do gás europeu e as recentes surpresas baixistas de inflação em diversos países deram suporte aos ativos de risco e contribuíram para a queda do dólar. No Brasil, o cenário político segue conturbado e gerou repercussões nos noticiários internacionais após os acontecimentos em Brasília.

### BAHIA AM LONG BIASED FIC DE FIM

As contribuições positivas ficaram concentradas em posições no setor de Locação de Veículos e no setor de Saúde. Na empresa Vamos, o mercado vem fazendo revisões positivas no yield da companhia e no consumo de estoque de caminhões contribuindo para um aumento da receita de locação e um salto no ROIC do ano. O crescimento da agroindústria no Brasil tem sido um vetor muito importante. A empresa Oncoclínicas vem apresentando melhoras consistentes nos últimos resultados, através de um forte crescimento orgânico, maior margem bruta e novas eficiências vindo da reestruturação societária. As contribuições negativas vieram da posição vendida em Bolsa Americana e de ações do setor Elétrico.



As empresas do setor elétrico brasileiro vêm sofrendo com o ambiente ainda muito incerto sobre o rumo das políticas que serão adotadas pelo novo governo. Indefinições sobre a composição da pasta do Ministério de Minas e Energia, mudanças no Marco do Saneamento e o novo papel do BNDES são as questões mais debatidas hoje pelo mercado.

#### BAHIA AM VALUATION FIC DE FIA

As contribuições positivas ficaram concentradas em posições no setor de Locação de Veículos e no setor de Saúde. Na empresa Vamos, o mercado vem fazendo revisões positivas no yield da companhia e no consumo de estoque de caminhões contribuindo para um aumento da receita de locação e um salto no ROIC do ano. O crescimento da agroindústria no Brasil tem sido um vetor muito importante. A empresa Oncoclínicas vem apresentando melhoras consistentes nos últimos resultados, através de um forte crescimento orgânico, maior margem bruta e novas eficiências vindo da reestruturação societária. As contribuições negativas vieram do setor Elétrico. As empresas do setor elétrico brasileiro vêm sofrendo com o ambiente ainda muito incerto sobre o rumo das políticas que serão adotadas pelo novo governo. Indefinições sobre a composição da pasta do Ministério de Minas e Energia, mudanças no Marco do Saneamento e o novo papel do BNDES são as questões mais debatidas hoje pelo mercado.

#### BAHIA AM MUTÁ FIC DE FIM

O fundo teve resultado negativo em Renda Fixa e em Renda Variável. Em Renda Fixa, as perdas vieram de posições vendidas em risco, tomadas em juros nominais no Japão e aplicadas em juros nominais nos Estados Unidos. Os ganhos vieram de posições vendidas em dólar contra uma cesta de moedas e tomadas em inclinação longa de juros nominais no Brasil. Em Renda Variável, as perdas vieram de posições vendidas em bolsa americana. O ano de 2023 começa e os mercados agora estão atentos, principalmente, para o processo de desinflação em curso ao redor do mundo. A reabertura da economia chinesa, a queda nas cotações do gás europeu e as recentes surpresas baixistas de inflação em diversos países deram suporte aos ativos de risco e contribuíram para a queda do dólar. No Brasil, o cenário político segue conturbado e gerou repercussões nos noticiários internacionais após os acontecimentos em Brasília.



**Perspectivas para o mês de fevereiro:**

**BAHIA AM FIC DE FIM**

Consideramos que a economia global deve desacelerar à frente devido ao enorme aperto monetário em curso, com relevante probabilidade de uma recessão mais adiante. A inflação dos preços ao consumidor e de salários segue como principal variável a ser monitorada. Acreditamos que os policymakers dos países sistêmicos estão nos estágios finais do ciclo de aperto monetário, seguindo em ritmo menos acelerado. Em Renda fixa, temos posições aplicadas em juros e compradas em inclinação no mercado internacional, compradas no lene japonês contra o dólar, aplicadas em inclinação de juros no Brasil e compradas em volatilidade. Em Renda Variável, temos posições compradas em petróleo e empresas petrolíferas americanas, vendidas em bolsa americana e compradas em Equity Risk Premium da bolsa americana.

**BAHIA AM MARAÚ FIC DE FIM**

Consideramos que a economia global deve desacelerar à frente devido ao enorme aperto monetário em curso, com relevante probabilidade de uma recessão mais adiante. A inflação dos preços ao consumidor e de salários segue como principal variável a ser monitorada. Acreditamos que os policymakers dos países sistêmicos estão nos estágios finais do ciclo de aperto monetário, seguindo em ritmo menos acelerado. Em Renda fixa, temos posições aplicadas em juros e compradas em inclinação no mercado internacional, compradas no lene japonês contra o dólar, aplicadas em inclinação de juros no Brasil e compradas em volatilidade. Em Renda Variável, temos posições compradas em petróleo e empresas petrolíferas americanas, vendidas em bolsa americana e compradas em Equity Risk Premium da bolsa americana.

**BAHIA AM LONG BIASED FIC DE FIM**

O fundo segue com uma carteira diversificada, alocando risco privilegiando a liquidez, a robustez dos modelos de negócios e a capacidade de navegar em um ambiente de juros altos e incertezas fiscais. As maiores posições estão hoje nos setores de Commodities, Bancos e Setor Elétrico. Os maiores hedges da carteira se encontram no mercado externo (Bolsa Americana).

**BAHIA AM VALUATION FIC DE FIA**

O fundo segue com uma carteira diversificada, alocando risco privilegiando a liquidez, a robustez dos modelos de negócios e a capacidade de navegar em um ambiente de juros altos e incertezas fiscais. As maiores posições estão hoje nos setores de Commodities, Setor Elétrico e Bancos



**BAHIA AM MUTÁ FIC DE FIM**

Consideramos que a economia global deve desacelerar à frente devido ao enorme aperto monetário em curso, com relevante probabilidade de uma recessão mais adiante. A inflação dos preços ao consumidor e de salários segue como principal variável a ser monitorada. Acreditamos que os policymakers dos países sistêmicos estão nos estágios finais do ciclo de aperto monetário, seguindo em ritmo menos acelerado. Em Renda fixa, temos posições aplicadas em juros e compradas em inclinação no mercado internacional, compradas no lene japonês contra o dólar, aplicadas em inclinação de juros no Brasil e compradas em volatilidade. Em Renda Variável, temos posições compradas em petróleo e empresas petrolíferas americanas, vendidas em bolsa americana e compradas em Equity Risk Premium da bolsa americana.

**Bahia AM Valuation FIC de FIA / Bahia AM FIC FIM / Bahia AM Maraú FIC FIM / Bahia AM Long Biased FIC FIM / Bahia AM Long Biased II FIC FIM**



## Bayes Capital

O mês de Janeiro 2023. Foi um primeiro mês do ano positivo para ativos de risco, após um 2022 difícil. Ações apresentaram forte alta no mês em praticamente todos os mercados líquidos globais. Essa alta dos ativos de risco foi impulsionada pela moderação de inflação na maior parte dos países, e em especial nos EUA, com a expectativa de conclusão do ciclo de aumento pelo FED. O dólar seguiu sua dinâmica iniciada há alguns meses de depreciação global. A melhoria dos mercados na China com o processo de abertura pós-COVID, a redução das tensões causadas pelos gargalos logísticos globais, queda no preço de energia sobretudo a surpresa da queda acentuada dos preços de gás na Europa e uma expectativa menos exigente de resultados das empresas, foram possíveis eventos que impulsionaram os ativos de risco durante o mês.

O FED sancionou as expectativas do mercado com alta de apenas 0,25% na taxa elevando para a faixa de 4,50% a 4,75% os juros nos EUA na reunião de Janeiro/23 e impulsionou ainda mais o mercado ao mencionar por diversas vezes que o processo de “desinflação” está em curso. Com o core PCE atualmente em 4,4% anualizado e o core CPI em 5,7% anualizado, e expectativas de quedas substanciais nos próximos meses, o FED indicou pela primeira vez que o processo de desinflação está em curso. O mercado espera o término dos aumentos de juros após mais duas altas de 0,25%.

Em seguida, no dia 02 de Fevereiro de 2023, o BCE e o Banco da Inglaterra sinalizaram, após aumentarem em 0,5% as taxas de juros naqueles mercados, que também estão identificando esse processo de “desinflação”. O Nasdaq apresentou seu melhor mês de Janeiro desde 2001, com alta de 10,7% em Jan/23, após ter caído -32% em 2022. O S&P500 subiu +6,3%, Dow subiu +2,9% e o Russell 2000 subiu 9,7%. Essas reações do NASDAQ e do

Russell 2000 indicam uma possível retomada de fatores de risco de Crescimento e Size que em geral estão associados a retomada econômica em juros estáveis ou em queda. Sobretudo Crescimento, que teve uma correção forte desde o final de 2021, apresentou comportamento muito positivo em Janeiro.

Como dito anteriormente, o dólar seguiu dinâmica de depreciação pelo quarto mês consecutivo, caindo -1,35% vs um basket de várias moedas. O Dollar Index está abaixo de seu pico de Setembro 2022 em cerca de -10,5%.

Curiosamente, após quedas nos juros futuros desde Outubro 2022, os juros permaneceram estáveis em Janeiro 2023, com o título de 10 anos em torno de +3,51%, abaixo do pico de 4,25% em Outubro. Os juros de 2 anos seguem acima dos juros de 10 anos.



Commodities. Petróleo caiu pelo sétimo mês nos últimos 8 meses. Em janeiro, o petróleo caiu cerca de -1,5%, mas recuperou das mínimas em quase 8%. O Ouro subiu quase 5,8% em Janeiro/23, o terceiro mês consecutivo.

As estatísticas macroeconômicas para os EUA, divulgadas em Janeiro 2023 relativas à Dezembro têm indicadodesaceleração econômica moderada apesar do mercado de trabalho nos EUA permanecer aquecido. Como exemplo, apesar do ritmo de criação de empregos permanecer forte, desacelerou em relação ao mês anterior enquanto o ganho por hora (“hourly wages”) ficou abaixo do esperado. Vendas no varejo também apresentaram

desaceleração e os dados de PIB também desaceleraram mas seguem em níveis de expansão.

Essa combinação de dados positivos globalmente, sobretudo no campo de “desinflação”, levou a um melhora do ambiente de risco, o que se ref letiu também nos modelos. Os modelos globais de trend following da Bayes viraram o ano comprados em quase todos os futuros índices de ações globais de países desenvolvidos, sendo que o último que faltava, o NASDAQ entrou comprado na última semana de Janeiro. Segue também vendido os

futuros de USD vs grande parte das moedas globais, inclusive o Real, que entrou na penúltima semana de Janeiro.

Em relação às commodities, segue comprado futuros Cobre, Ouro e Prata e vendido nas commodities de Energia. Em contra-ponto, segue vendido na maior parte dos vencimentos de futuros de bônus governamentais, com exceção de 10 anos no Canadá, que está comprado. Esse movimento também norteou os fatores de risco em ações, com a melhoria acentuada de fatores pró-risco como Valor e Momentum. Um fator de risco que vinha sofrendo desde o final de 2021, Crescimento, também apresentou recuperação em Janeiro/23, em linha com essa recuperação forte do NASDAQ. O mesmo aconteceu

com Tamanho (Size).

#### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

A dinâmica de inflação melhorou significativamente em Janeiro/23 para a maior parte dos países, sobretudo EUA.

O Brasil, por estar à frente no combate à inflação, se aproveita desse ambiente, inclusive com juros real esperado altamente positivo, de cerca de 8% a.a.



Esse ambiente e convergência de inflação em países como os EUA, aliado à melhoria do ambiente econômico na China e a tendência de valorização das moedas frente ao Dólar segue impulsionando os ativos de risco globalmente.

No caso do Brasil, o Real segue tendência forte de valorização e a bolsa parece indicar uma retomada, apesar dos ruídos internos. Por outro lado, um cenário de juros mais altos por mais tempo pode ajudar a apreciação do Real e favorecer fatores de risco de perfil de menor risco como Qualidade.

Desde Janeiro/23, parece estar havendo uma rotação para fatores de risco relacionados com recuperação econômica com menor inflação como Valor, Momentum e possivelmente Crescimento. A retomada do fator de risco Crescimento e Tamanho surpreendeu pela rapidez e intensidade durante o mês de Janeiro/23. Esses fatores de risco podem seguir uma dinâmica melhor do que os fatores de risco mais defensivos como Baixo Risco. A

dinâmica do Brasil pode ser ligeiramente distinta da dinâmica nos EUA.

Ainda é prematuro afirmar que essa dinâmica de Janeiro/23 irá se consolidar.

**AZ Quest Bayes Long Biased Sistemático FIM / AZ Quest Bayes Sistemático Ações FIA**



## Biguá Capital

No mês, o Biguá Venture Value FIA apresentou uma rentabilidade bastante positiva de 7,39% contra uma alta de 3,37% do Ibovespa, superando o índice em 12 meses.

No período comentado, o fundo obteve uma rentabilidade de 6,45% contra uma alta de 1,15% do Ibovespa.

Importante destacar a rentabilidade em 60 meses que acumulou uma alta de 67,53% contra 33,58% do Índice. A diferença para o Ibovespa segue crescendo, à medida que o prazo aumenta, confirmando a consistência da estratégia.

Já a rentabilidade anualizada nos últimos 10 anos ficou em 12,94% ao ano, segundo o site Morningstar.

Comentando agora sobre o desempenho da carteira do mês de janeiro, o Biguá Venture Value FIA obteve uma performance relativa excepcional, ficando a frente do seu índice de referência em todas as janelas (6meses, 12meses, 24meses, 36meses e 60meses).

A grande contribuição no mês veio mais uma vez das ações ligadas ao setor industrial, com destaque para a Romi que subiu mais de 26% no mês, e a Gerdau que teve alta de mais de 11%. Destaque para as ações da Natura que subiram mais de 25%.

Sendo a Romi a primeira empresa da nossa carteira a publicar resultados trimestrais, vamos comentar brevemente os principais destaques do desempenho no 4 tri.

A empresa fechou o ano com recordes históricos de receitas e margens, performando bem em praticamente todos os seus principais negócios. O ano poderia ter sido ainda melhor, não fosse a diminuição importante da atividade econômica em função de um calendário prejudicado pela Copa, eleições e uma certa dose de incerteza gerada pela tramitação da PEC da transição.

Apesar da queda intensa na entrada de pedidos no período, já há sinais robustos de recuperação em janeiro, que nos permite fazer projeções de recuperação nos meses de fevereiro e março, mais próximos dos níveis médios apresentados no ano de 2022.

Mesmo com a queda repentina da confiança, a demanda em diversos setores industriais segue firme, exigindo das indústrias produção, sob pena de perda de vendas e market share.



Portanto, seguimos confiantes no case Romi e na capacidade de adaptação do seu negócio, que hoje possui uma flexibilidade muito maior que nos tempos passados, principalmente com a adoção de novos negócios como a locação de máquinas com posterior venda, que gera margens muito boas.

**Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Para o mês de fevereiro, seguimos acompanhando o desenrolar dos fatos no plano econômico, mais atentos como dito aos fatos que as narrativas e ruídos, e no aguardo da publicação dos outros balanços das empresas que compõem o fundo.

Assim, continuamos acreditando que o potencial de valorização da nossa carteira está na casa dos 100%, num horizonte de até 3 anos, tomando como base os preços praticados no mês, comparado com os preços alvos das nossas análises e do próprio mercado.

Bom é isso!!! Esses foram os destaques do mês de janeiro de 2023.

**Venture Value FIA**



## BlueLine

O fundo Blue Alpha Feeder B FIC FIM teve performance de -0,31% no mês de janeiro contra um CDI de 1,12%. A estratégia segue com risco reduzido dado que estamos em um momento de transição dos grandes temas da conjuntura macroeconômica global. Após um período de forte pressão inflacionária e aperto monetário, os Bancos Centrais pelo mundo estão começando a diminuir o passo e sinalizar que eventualmente o fim do ciclo pode estar próximo. No mês de janeiro, o fundo obteve ganhos no mercado de FX (+26bps) e perdas em bolsa (-43bps). O principal detrator veio da parte de renda fixa com uma performance de -81bps, reflexo de posições tomadas na parte curta da curva de juros em países desenvolvidos que estávamos carregando desde início do ano passado.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Diminuímos de maneira significativa as posições tomadas na parte curta da curva de juros em países desenvolvidos. O principal motivo foi uma mudança no discurso dos principais Banco Centrais. Atualmente, temos posições compradas em bolsa e vendidas em USD (contra asia e latam) com base em um cenário onde China reabre e volta a apresentar bom crescimento, EUA entrega um soft landing e Europa evita uma forte recessão conseguindo contornar seus problemas com energia. Outro tema que estamos de olho é a diminuição da volatilidade no mercado de juros, o que pode aumentar a demanda por carry trades. Também temos uma posição pequena comprada em petróleo.

### **Blue Line Alpha Feeder B FIC FIM**



## Butiá Gestão de Investimentos

O mercado local e global andou em descompasso neste último mês. Tivemos desenvolvimentos positivos no exterior, e embora isso tenha impulsionado o mercado local, nosso desempenho ficou aquém em comparação ao dos nossos pares e do que seria esperado. Os sinais de arrefecimento da inflação americana, combinados com uma economia que tem desacelerado menos do que o previsto e um tom mais de acomodação do FED tem servido de impulso para os mercados de risco, com o SPX subindo 6,2% em janeiro. Adiciona-se a isso os incentivos ao mercado imobiliário na China e a reabertura de sua economia, que se manteve apesar do avanço de casos de Covid-19, movimentos ainda mais benéficos para os mercados emergentes e para os preços de commodities, com o índice MSCI de emergentes subindo 7,9%. Essa situação é inclusive revelada pelas taxas de câmbio, onde o dólar em relação a uma cesta de moedas de países desenvolvidos ou países emergentes se desvalorizou mais que contra o real ao longo dos últimos meses.

O mercado brasileiro, apesar de ter apresentado desempenho positivo de 3,4% no Ibovespa, sustentado pela forte entrada de capital estrangeiro, que superou a saída de capital local, teve um movimento inferior devido à continuidade da comunicação e atitude antimercado por parte do executivo. Começando pelas contas públicas, onde precisamos de uma forte redução do déficit fiscal para estabilização da dívida, a opção pela redução de gastos não está em pauta por não fazer parte das propostas e da visão do governo eleito. A opção de aumento de arrecadação por meio de aumento de impostos aparenta ser a opção. No entanto, o governo também tem atuado contra esse movimento, como foi no caso do adiamento do retorno da tributação sobre os combustíveis e do IPI, justamente os elementos mais críveis e dependentes do executivo no pacote de ajuste fiscal anunciado para este ano. Ainda não há clareza sobre quais as características do novo regime fiscal precisam entregar para substituir o teto de gastos.

Nos parece pouco provável uma reforma tributária, que poderia ajudar a endereçar a necessidade de aumento de arrecadação, seja por maiores alíquotas ou por maior crescimento caso esta traga ganhos de produtividade, apesar de estar nas comunicações do governo. Devemos considerar que o aumento de tributação no país é difícil, não apenas pela nossa já alta carga tributária em comparação com a de outros emergentes ou países latino-americanos, mas pela sua complexidade e pelos interesses envolvidos.

Para agravar o cenário local, a atividade tem demonstrado sinais cada vez mais claros de desaquecimento econômico sem que isso se traduza em queda das expectativas de inflação. Estas, na verdade, vêm subindo há várias semanas, não apenas pelo aumento do risco fiscal,



mas também pelo embate que o governo vem travando com o Banco Central brasileiro. Membros do PT e o próprio Lula têm criticado as taxas de juros praticadas pelo BC, as considerando muito altas e prejudiciais à atividade. Outro fator de atrito se refere às metas de inflação a serem estabelecidas pelo CMN, onde existe a defesa do aumento e das bandas de flutuação ao redor da meta integrantes do governo, o que vem desancorando as expectativas de inflação por parte do mercado, inclusive das mais longas. Concordamos com a leitura do mercado de que um aumento da meta acresceria as expectativas de inflação e consequente até dos próprios juros, não sendo vantajoso em nenhum sentido. Nessa esteira, o Bacen adotou um tom mais duro em seu último comunicado, sendo mais vocal com relação à necessidade de ajuste fiscal e com relação à necessidade de juros altos por mais tempo, reduzindo a probabilidade de queda de juros ainda este ano e aumentando a probabilidade de novas altas.

O mercado de crédito privado, que vinha em um bom momento, foi testado mais uma vez com o primeiro mês de 2023 marcado pelo evento de Lojas Americanas, que através de fato relevante, anunciou “inconsistências contábeis” em seu balanço no montante de R\$20 bilhões de reais. A gravidade do fato, provocou um sell-off muito acentuado nas debêntures emitidas pela empresa, e como desdobramento dos fatos, levou a Companhia ao pedido de recuperação judicial, protocolado e aceito, poucos dias após a divulgação. Este pedido disparou a declaração de vencimento antecipado das diversas emissões de debêntures da emissora e em uma marcação muito abaixo do PU par dos ativos, que ao final do mês, negociavam em média perto de 14% do valor do par.

#### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

**Ações:** De maneira geral, ainda estamos com uma carteira de ações majoritariamente defensiva, com maior concentração em cases de valor e em setores defensivos, além de muito caixa. Apesar de vislumbrarmos um cenário negativo cada vez mais provável ao acompanhar as ações e o discurso do governo, acreditamos que alguma exposição a ativos domésticos e de crescimento se justifica pela assimetria agora apresentada em preços e valuations. De qualquer maneira, mesmo neste perfil, ainda preferimos as empresas com dinâmica de crescimento própria, menos sensíveis à volatilidade econômica, mais focadas em públicos cuja renda costuma flutuar menos e que, por diferenciais de qualidade, podem ganhar participação de mercado, eventualmente se beneficiando das dificuldades dos concorrentes.

**Juros:** Ainda não vemos assimetria o suficiente para operarmos com relevância aplicados ou tomados em juros brasileiros por enxergarmos um cenário muito binário, com muito espaço para ganhos ou perdas e sem uma direção clara do caminho a ser tomado pelo governo. Neste



meio tempo, as expectativas de inflação têm desancorado e o banco central tem sido forçado a ser mais duro em sua comunicação, reforçando nossa cautela mesmo frente a uma desaceleração da inflação corrente. Membros do PT e o próprio Lula têm criticado as taxas de juros praticadas pelo BC, as considerando muito altas e prejudiciais à atividade. Outro fator de atrito se refere às metas de inflação a serem estabelecidas pelo CMN, onde existe a defesa do aumento e das bandas de flutuação ao redor da meta integrantes do governo, o que vem desancorando as expectativas de inflação por parte do mercado, inclusive das mais longas. Concordamos com a leitura do mercado de que um aumento da meta acresceria as expectativas de inflação e conseqüente até dos próprios juros, não sendo vantajoso em nenhum sentido. Para agravar o cenário local, a atividade tem demonstrado sinais cada vez mais claros de desaquecimento econômico sem que isso se traduza em queda das expectativas de inflação.

Crédito: É preciso aguardar as investigações para a conclusão sobre o caso de Lojas Americana, mas existem indícios de fraude contábil, além do ambiente macroeconômico mais volátil e incerto. Acreditamos cada vez mais na necessidade de seguirmos com postura de máxima prudência, tanto em relação à qualidade de crédito dos ativos quanto à composição diversificada dos portfólios. Com essa postura, estamos direcionando novas alocações para as teses mais fortes em conceito de crédito, priorizando os setores mais defensivos, além de um aumento considerável na posição de caixa de nossos fundos.

**Butiá Plus CP FIRF / Butiá Fundamental Long Biased FIC FIM / Butiá Debêntures Incentivadas FIIIRF LP / Butiá Fundamental FIC FIA / Butiá Top CP FIC FIRF / Butiá Excellence FIC FIM**



## Capitânia Capital

Ao final do pregão de 11/01 a Americanas divulgou, através de fato relevante, o descobrimento de inconsistências em seus balanços. Em função disto, ao longo dos últimos anos o lucro da Companhia foi superestimado e o endividamento subestimado. Poucos dias depois a Companhia por meio de seus assessores legais solicitou “Pedido de Recuperação Judicial”. Até o momento não houve divulgação do real impacto da situação, mas o mercado e a Companhia acreditam que seja algo na ordem de R\$20 bilhões.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Com o desdobramento do caso de Americanas, tivemos a marcação a mercado das debêntures da companhia, que passaram a valer em torno de 10% do valor de face. A gestão da Capitânia estuda as diversas vias dentro e fora da RJ para reaver o capital do investidor, e a marcação atual aparenta ser bem defensiva.

O impacto limitado de exposição a Americanas está em linha com a estratégia de diversificação do fundo, que conta com um carregamento em condições de entregar um ótimo resultado ao longo de 2023

**Capitânia Top FIC FIRF CP / Capitânia Premium 45 FIC FIRF CP LP / Capitânia Cash FIRF CP**



## Charles River Capital

No mês de Janeiro, o fundo teve retorno de 4,8% contra 3,4% do Ibovespa, com retorno acumulado total de 862,2% desde a fundação (07.11.2011) contra 91,6% do Ibovespa no mesmo período.

Nosso desafio constante como Value Investors é encontrar ações com preço negociado abaixo do seu valor intrínseco e com uma relação atrativa de risco/retorno. Ambos os preços e a nossa visão do valor intrínseco de cada ação são afetados pelos eventos no mercado e economia em geral.

No mês de janeiro, o Charles River FIA, conseguiu superar o Ibovespa em 1,4%. Ao adotarmos uma estratégia ativa, com base na escolha de ações específicas (stock picking), esperamos que, no longo prazo, nossa seleção de ativos será capaz de obter uma relação risco x retorno superior à ofertada por investimentos que buscam replicar o comportamento do Ibovespa, por exemplo. Nesse sentido, o mês de janeiro foi um exemplo de curto prazo dos resultados que buscamos obter em janelas de tempo prolongadas.

Assim, seguimos acompanhando de perto as empresas analisadas no nosso universo de cobertura, sempre buscando oportunidades que apresentem excelente relação risco x retorno.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Nossa estratégia resulta em exposição líquida que varia, dentre outros fatores, de acordo com os níveis de desconto dos nossos investimentos. Apesar das incertezas presentes no mercado ainda identificamos oportunidades substanciais em empresas sob nossa análise.

No final do mês de dezembro, o Charles River FIA tinha uma exposição líquida de 82,9% em 14 posições diferentes, com maior exposição aos setores Financeiro e Logística.

### **Charles River FIA**



## Claritas

O mês de janeiro foi de recuperação das bolsas globais com os mercados precificando o encerramento do ciclo de alta de juros dos Bancos Centrais. A reabertura na China impulsionou o preço das commodities e dos ativos emergentes. O FED elevou a taxa de juros em 25 bps enfatizando a necessidade de manter os juros elevados por período prolongado e de que novas altas são necessárias. No ambiente doméstico, o mercado seguiu cauteloso com o início do novo governo, a bolsa recuperou parte da desvalorização anterior, o real valorizou, enquanto a curva de juros subiu. O governo segue sem sinais claros para a nova âncora fiscal e para a reforma tributária.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Operamos dinamicamente os Juros Nominais em conjunto dos Juros Reais, com performance negativa. mantivemos uma posição em inclinações nos Juros Americanos, tomada em Juros Japoneses e de valor relativo nos Europeus com resultado negativo. Em bolsa, seguimos comprados em bolsa brasileira, mas atentos para os riscos, principalmente os políticos. Mantivemos uma carteira defensiva ao longo do mês com foco grande em commodities, mas ao final do mês voltamos a balancear mais o portfólio, aumentando um pouco a alocação em empresas com exposição doméstica que vêm se demonstrando mais resilientes. Tivemos como destaque positivo na carteira papeis do setor de Mineração e Aço e do setor de Aeronáutica. Os destaques negativos foram papeis do setor de Utilidades Públicas e do setor Financeiro. Nós aumentamos a posição comprada em emergentes e diminuimos a posição vendida em EUA, que não foi zerada por ainda vermos um risco de recessão relevante, apesar de menor do que parecia no fim do ano. No book de moedas, obtivemos retorno negativo no Real e neutro em cross de países Desenvolvidos/Emergentes.

**Claritas Total Return FIC FIM / Claritas Quant FIC FIM / Claritas Long Bias FIC FIM / Claritas Inflação Institucional FIM / Claritas Global High Yield FIM IE / Claritas Institucional FIC FIM / Claritas Valor Feeder FIA / Claritas Alocação FIM CP / Claritas Long Short FIC FIM / Claritas Hedge FIC FIM LP / Claritas Institucional Feeder II FIC FIM**



## Clave Capital

### #ALPHA MACRO

O fundo Clave Alpha Macro FIC FIM teve rentabilidade de +1.50% no mês de janeiro, acumulando alta de +21.61% nos últimos 12 meses, +31.83% nos últimos 24 meses, e +44.13% desde o início (vs. CDI de 19.80% no mesmo período).

No mês de janeiro, o fundo obteve resultados positivos nos books de Juros e Ações no Brasil, Outras Moedas e Ações Globais. No lado negativo os destaques foram as estratégias usadas como hedges para o portfólio nos books BRL e Inflação.

Mantivemos ao longo do mês de janeiro a utilização de risco abaixo da média histórica, com maior alocação em estratégias globais e estratégias de valor relativo.

No cenário externo, o pano de fundo não se alterou muito em relação ao final do ano, com a tendência de dólar mais fraco e expectativas mais otimistas com a retomada da economia chinesa pós reabertura, beneficiando commodities e ativos relacionados. Nos EUA a visão sobre uma possível recessão branda tem ganhado mais defensores entre os analistas, mas a incerteza ainda é grande dada a inflação de serviços mais persistente e um mercado de trabalho ainda sem sinais claros de afrouxamento.

No Brasil, a política continuou dando o tom para o mercado de juros. Houve um aumento do prêmio de risco como resultado da maior preocupação do mercado em relação ao modelo econômico a ser adotado pelo novo governo após comentários do Presidente em relação às taxas de juros e meta de inflação. Na ausência ainda da definição do novo modelo fiscal, o ruído deve prevalecer elevado nos próximos meses. Já no mercado de ações o fluxo de estrangeiros tem dominado a dinâmica de preços, se sobrepondo aos resgates dos fundos de ações locais e pessimismo com o ambiente político. Com a combinação de juros altos no país, dólar mais fraco globalmente e fluxo de investimentos em ações o BRL continua se valorizando nos últimos dias do mês.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

### #EQUITY

O fundo Clave Total Return FIC FIM teve uma rentabilidade de +6.61% no mês (vs. Ibovespa de +3.37%), em 12 Meses, +7.42% (vs. Ibovespa de +1.15%) e desde o início, +19.40% (vs. Ibovespa de -12.48% e IPCA + Yield IMA-B +24.37%, no mesmo período). Por sua vez, a estratégia Long Only, Clave Ações FIC FIA, rendeu +6.45% no mês, em 12 Meses, -0.71% e desde o início, -7.51%.



Em Janeiro, a bolsa brasileira acompanhou apenas parcialmente o movimento de risk on dos mercados emergentes e internacionais. Sinalizações do governo sobre a política fiscal e uma eventual meta de inflação mais alta contribuíram para a abertura da curva de juros no Brasil. Na bolsa, o mês foi marcado pelo anúncio inesperado de inconsistências contábeis pela Americanas S.A., evento que também trouxe impactos para o setor de bancos. As empresas 'juniors' de petróleo foram o destaque positivo do mês.

O mercado acionário americano apresentou uma forte alta, no contexto da reabertura da China e de sinais de desinflação na economia americana, que sugerem um ritmo mais gradual de aperto da política monetária. O índice S&P subiu 6,2%, enquanto o índice de empresas tech não-lucrativas subiu 22% no mesmo período.

**Clave Cortex FIC FIM / Clave Alpha Macro FIC FIM / Clave Ações FIC FIA / Clave Ações Institucional FIC FIA / Clave Total Return FIC FIM**



## Compass Group

### Compass ESG Credit Selection

No mês, o fundo ficou marginalmente abaixo de seu benchmark (CDI) ao apresentar um retorno de +1,07%, equivalente a 95% CDI, acumulando nos últimos 12 meses um retorno de +14,20% (110% CDI). O período foi marcado por um nível atípico de volatilidade decorrente da derrocada das Lojas Americanas, que possui um volume expressivo de debêntures no mercado, com presença nas carteiras de múltiplos gestores. O default contaminou brevemente o mercado secundário devido ao temor de que solicitações de resgates se espalhassem e forçassem gestores a zerar papéis em volume superior à capacidade do mercado. Atualmente, os spreads se encontram cerca de 30 bps acima do patamar verificado antes do evento. No período, as principais fontes de retorno excedente do portfólio foram Aura Minerals, Desktop, Ômega, Metrô SP e Ambipar. Houve perda marginal com a abertura de spreads de Smartfit. Em síntese, os retornos foram explicados pela volatilidade descrita e por aquisições táticas de papéis que foram vendidos tecnicamente com elevado deságio.

### Compass Yield 30

No mês, o fundo ficou marginalmente abaixo de seu benchmark (CDI) ao apresentar um retorno de +1,05%, equivalente a 93% CDI, acumulando nos últimos 12 meses um retorno de +14,76% (114% CDI). O período foi marcado por um nível atípico de volatilidade decorrente da derrocada das Lojas Americanas, que possui um volume expressivo de debêntures no mercado, com presença nas carteiras de múltiplos gestores. O default contaminou brevemente o mercado secundário devido ao temor de que solicitações de resgates se espalhassem e forçassem gestores a zerar papéis em volume superior à capacidade do mercado. Atualmente, os spreads se encontram cerca de 30 bps acima do patamar verificado antes do evento. No período, as principais fontes de retorno excedente do portfólio foram Aura Minerals, Desktop, Ômega, Metrô SP, Ambipar, Vamos e Unigel. Não houve perdas no período. Em síntese, os retornos foram explicados pela volatilidade descrita e por aquisições táticas de papéis que foram vendidos tecnicamente com elevado deságio.

### Compass Long Biased

Embora os desafios sejam muitos quando olhamos para as perspectivas econômicas do Brasil, um cenário econômico global mais benigno fez com que as ações brasileiras tivessem um desempenho relativamente bom em janeiro – alta de 3,4% em reais e 7,4% em dólares.



A queda da inflação globalmente pode desencadear o fim dos ciclos de aperto monetário e, embora a atividade econômica esteja desacelerando na Europa e nos EUA, uma recessão econômica nessas regiões em 2023 pode ser mais branda do que a inicialmente esperada. Na China, a reabertura econômica pode impulsionar o crescimento do PIB em 2023 para próximo de 5% (versus 3,3% esperados em 2022), após um longo período de medidas altamente restritivas para impedir a propagação do Covid e uma desalavancagem ordenada do setor imobiliário do país. O maior crescimento chinês deve sustentar os preços das commodities, beneficiando exportadores de commodities como o Brasil. O PIB chinês mais forte, a queda nas taxas de juros dos EUA e o enfraquecimento do dólar beneficiaram as moedas dos mercados emergentes e sustentaram os preços dos ativos de risco. Os ativos brasileiros acabaram se beneficiando desse cenário econômico global, mas menos do que poderiam se não fossem as preocupações com a situação fiscal. O pacote de expansão fiscal de R\$ 170 bilhões/ano aprovado no final do ano passado colocou a dívida bruta do país em trajetória ascendente. Apesar do anúncio de medidas para aumentar as receitas fiscais, a ausência de uma regra fiscal crível tem cobrado seu preço. Além disso, o recente debate sobre as mudanças nas metas de inflação e as críticas à autonomia do Banco Central estão prejudicando a ancoragem das expectativas de inflação de longo prazo. Nas últimas semanas as expectativas deterioraram continuamente. Acreditamos que mudanças nas metas de inflação agora, independentemente dos méritos do nível ótimo, é uma mensagem muito ruim para os mercados e pode acabar tendo efeitos opostos sobre as taxas de juros.

**Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Compass ESG Credit

No cenário macroeconômico e político atual, continuamos posicionados em setores mais defensivos em decorrência de apreensões sobre a atividade em 2023. O quadro fiscal também preocupa e justifica a instância mais conservadora na alocação setorial. No nível intrassetorial, tomamos mais risco de crédito nos últimos meses em função da robustez dos fundamentos corporativos das empresas brasileiras. A liquidez do portfólio, que deve se situar entre 20% e 30% do PL, foi elevada temporariamente para próxima de 30% e, ao final do mês, com a acomodação do mercado secundário, consumida na compra de papéis desagiados. Encerramos o mês com um carregamento bruto de CDI + 1,8% a.a., duration de 2,3 anos e rating médio local AA.



### Compass Yield 30

No cenário macroeconômico e político atual, continuamos posicionados em setores mais defensivos em decorrência de apreensões sobre a atividade em 2023. O quadro fiscal também preocupa e justifica a instância mais conservadora na alocação setorial.

No nível intrassetorial, tomamos mais risco de crédito nos últimos meses em função da robustez dos fundamentos corporativos das empresas brasileiras. Encerramos o mês com um carregamento bruto de CDI + 2,5% a.a., duration de 2,9 anos e rating médio local AA.

### Compass Long Biased

Os principais riscos que continuamos vendo para as ações brasileiras no curto/médio prazo são: discussão da reforma tributária, novo regime fiscal e mudanças na meta de inflação; e tamanho da queda na atividade econômica nos Estados Unidos. Em relação ao fundo Compass LB, diminuimos a posição Net Long ao longo do mês, terminamos próximo a 55% no final de janeiro, vindo de 60% no final de dezembro. Ao longo do mês, diminuimos a posição comprada nos setores de agronegócio, alimentos, varejo e energia elétrica. Os maiores ganhos no mês foram nas posições compradas em 3R, Natura e Fibra Prologis; e a maior perda na posição comprada em Raizen.

**CG Compass Ninety One Global Franchise BRL Hedged FIC FIA IE / CG Compass Long Biased FIC FIM / CG Compass Ninety One Global FIC FIA IE / CG Compass Yield 30 FIRF CP LP / CG Compass ESG Credit Selection FIC FIRF CP LP**



## CTM Investimentos

Há alguns meses o posicionamento da equipe de gestão da CTM Investimentos, assim como as comunicações feitas com os seus clientes, veem frisando o quanto estão descontadas as ações brasileiras. Em dezembro, o gestor Daniel Alberini, gravou um vídeo onde expôs a visão da gestora sobre aspectos macroeconômicas, assim como detalhes sobre as empresas investidas pelos fundos. Passaram-se algumas semanas e o que foi dito no vídeo não poderia estar mais atual. Em seus relatórios macroeconômicos, as grandes instituições do mercado financeiro corroboram com esta mesma visão:

"Morgan Stanley: Esta é a década dos emergentes para o investimento em ações"

"JP Morgan cravou: a bolsa brasileira está barata"

No momento atual, os países emergentes se destacam com relação aos países desenvolvidos pelo fato de estarem "a frente" no ciclo monetário pós pandemia e na resposta contra a inflação. Suas taxas de juros já estão em patamares mais elevados e os ativos com preços descontados. Os países desenvolvidos, por outro lado, ainda estão em fase de aperto monetário e espaço para reprecificação dos ativos. O múltiplo Preço/Lucro (P/L) atual dos países emergentes estão todos abaixo de suas respectivas médias históricas. No Brasil, esta relação está no mesmo patamar da crise de 2008. Enquanto o P/L atual dos EUA ainda está acima da média.

Entre os países emergentes está o Brasil, que passou por este aperto monetário e está com a maior taxa de juros real do mundo. Este cenário de taxa de juros elevada depreciou os preços dos ativos. Cabe lembrar que preço é diferente de valor. Preço é o número que oscila todos os dias em função de expectativa micro e macroeconômicas. Valor é o que a empresa é capaz de entregar aos acionistas no longo prazo, através de uma boa gestão da companhia e de investimentos bem executados.

Importante ressaltar que apesar os ativos de países emergentes estarem baratos, continua sendo de extrema importância saber escolher as melhores oportunidades. No final de janeiro veio à tona uma acusação de fraude contra o bilionário indiano Gautam Adani, e com isso, a queda das ações de suas empresas (este movimento criou uma certa pausa nos fluxos de investidores estrangeiros para emergentes no começo de fevereiro e que possivelmente deverá retomar, haja visto o episódio isolado e contido apenas na Índia). Aqui mesmo no Brasil, janeiro ficou marcado pelo caso da empresa Americanas, onde foram divulgadas inconsistências contábeis e uma dívida de mais de R\$ 40 bilhões, derrubando o valor de mercado da companhia e das suas ações.



**Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Os fundos geridos pela CTM Investimentos não possuíam e nem possuem nenhuma exposição as ações ou títulos da empresa Americanas. As empresas investidas dos fundos possuem caixa líquido em sua maioria, ou baixíssimos níveis de endividamento. Diante deste momento também é importante salientar o modelo de gestão ativista (forte característica da gestora), participando dos conselhos das empresas e contribuindo para destravar valor dos investimentos.

Apesar destes acontecimentos pontuais, os investidores estrangeiros estão sendo capazes de visualizar que as ações das empresas brasileiras em sua maioria, são ótimos negócios a preços extremamente baratos.

"Estrangeiro ingressa com R\$ 12,5 bi e institucional saca R\$ 9,9 bi em janeiro na Bolsa"

Já os investidores brasileiros, envoltos pelos ruídos econômicos e políticos, vão na contra mão da "receita" para ganhar dinheiro em ativos de renda variável: comprar na baixa e vender na alta. Se não fosse suficiente, ainda estão migrando seus recursos para produtos de renda fixa, acreditando que estão ali protegidos de desvalorização. O ano de 2023 trouxe com ele a marcação a mercado (substituindo a marcação na curva) e para o espanto de alguns investidos desavisados, a renda fixa também oscila. Na primeira semana do ano, o resultado foi o seguinte:

"A renda fixa perdeu valor? Na 1ª semana da marcação a mercado, investidores percebem impacto de quase 8%"

Este é um bom momento para recordar a frase de Warren Buffet "compre aos sons dos canhões e venda ao som dos violinos". Não sabe como fazer? Invista nos fundos da CTM Investimentos e tenha uma equipe focada em rentabilizar o seu patrimônio.

Clique no link abaixo e reveja a visão da CTM Investimentos e as empresas investidas pelos fundos.

**CTM Estratégia FIA / CTM Hedge FIM LP / CTM Ultra Performance FIA - BDR Nível I**



## Dahlia Capital

Em janeiro, os principais ativos de riscos no mundo subiram, refletindo uma visão mais benigna do mercado com relação à inflação americana e à reabertura da China. Nos Estados Unidos, apesar de dados mostrarem que o mercado de trabalho continua apertado, alguns indicadores de inflação mostraram desaceleração, confirmando que o processo de desinflação já começou. Isso pode confirmar a visão do mercado de que o movimento de alta de juros nos Estados Unidos está perto do final. Na China, a reabertura sem uma aparente forte onda de COVID também aumentou a expectativa de uma recuperação mais forte da economia. O Ibovespa subiu 3,4% no período, enquanto que o dólar caiu 3,9%.

Para o Dahlia Total Return, os principais destaques positivos no fundo foram posições compradas em ações no Brasil e vendidas no dólar.

Para o Dahlia Ações os principais destaques positivos no fundo foram posições compradas em empresas de commodities (petróleo e minério de ferro) e bancos.

Já para o Dahlia Global Allocation os principais destaques positivos no fundo foram posições compradas em ações no Brasil e vendidas no dólar.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Mantemos o risco do fundo em níveis relativamente baixos. Com a melhora do cenário externo, particularmente na China, aumentamos nossa exposição a ações em mercados emergentes. Podemos ainda alterar essa exposição dependendo da dinâmica de inflação nos mercados desenvolvidos e a evolução da situação econômica na China. O fundo Dahlia Total Return segue comprado em petróleo e em ações de países emergentes.

Para o Dahlia Ações mantemos nosso portfólio balanceado, focado em quatro temas principais: 1) defensivos (como o setor de energia elétrica), 2) empresas que são líderes de mercado e com bons gestores, 3) empresas com exposição à commodities, principalmente petróleo e mineração, e 4) exposição ao exterior. O nível baixo de valuation e uma eventual recuperação da China podem favorecer o desempenho desses segmentos. E para o Dahlia Global Allocation, apesar do aumento da percepção de risco no cenário doméstico, mantemos o nível de risco dos nossos fundos próximos ao neutro, alocado principalmente em ações no Brasil. Em nossa visão, a melhora do cenário externo (menor inflação nos EUA e mais estímulos na China) e níveis de preços atraentes dos ativos brasileiros corroboram essa visão.

**Dahlia Global Allocation FIC FIM / Dahlia Ações FIC FIA / Dahlia Total Return FIC FIM**



## DAO Capital

O nosso fundo DAO Multifactor teve valorização de 0,4% em janeiro ficado atrás do seu benchmark (IPCA + yield do IMA-B), que valorizou 1,3% no mês. Desde o seu início em março de 2021, o fundo acumula valorização de 27,7%, praticamente empatado com seu benchmark e substancialmente acima do Ibovespa (-1,4%). A volatilidade apresentada desde seu lançamento ficou em 10,5%, comparado a 20,3% do Ibovespa. O fundo continua no primeiro decil de retorno absoluto entre os long-biased desde o começo, e particularmente bem-posicionado quando se trata de performance ajustada ao risco. O bom desempenho do mercado acionário em janeiro se refletiu no retorno positivo dos fatores Mercado e Tamanho, que usualmente performam bem em mercados de alta. O fundo DAO Multifactor tem um beta de mercado estruturalmente baixo e não busca exposição deliberada a small caps, não conseguindo portanto conseguindo, portanto, capturar satisfatoriamente esses retornos.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Como já discutido acima, observamos em janeiro um retorno negativo para a maior parte dos fatores a que buscamos exposição (Valor, Momentum e Baixa Volatilidade). A exemplo do que observamos durante todo o ano de 2022, o ambiente atual é bastante desafiador para o modelo multifatorial por causa da ausência de tendências de médio e longo prazo. O cenário internacional continua com incertezas do campo econômico (inflação, recessão, política americana, crescimento econômico chinês e crise energética na Europa) e geopolítico (guerra na Ucrânia). Em se tratando de Brasil, parece existir uma certa boa vontade dos investidores locais e internacionais com relação ao novo governo, mas é razoável imaginar que em dado momento os agentes passarão a demandar mais clareza acerca da condução da economia. Se as ações passarem a vir no sentido da manutenção da disciplina fiscal e monetária (incluindo a continuidade da independência do BC), é de se esperar que os fatores mais otimistas tenham performance positiva nos próximos meses. Em se materializando esse cenário, as empresas com maior exposição aos fatores Momentum, Valor e Tamanho devem ser as vencedoras. Se, por outro lado, continuamos assistindo declarações dúbias por parte do Presidente Lula e outros integrantes da equipe de governo, obviamente as empresas com menor volatilidade nos resultados e nos preços das ações mais uma vez despontarão como as de melhor (ou menos pior) retorno.



Nosso modelo de factor tilting aponta atualmente para a continuidade do bom momento para o fator qualidade e ainda perspectivas menos favoráveis para os demais fatores. Trata-se de um modelo dinâmico, alimentado diariamente com informações fundamentalistas e técnicas. Em momentos de incerteza como o que estamos vivendo, é de se esperar que os pesos dos fatores sofram alterações materiais em prazos relativamente curtos.

**DAO Multifactor LB FIC FIM**



## Devant Asset

Uma economia global ainda afetada pela alta generalizada da inflação e dos juros, pela guerra na Ucrânia e pela nova onda de covid na China — com crescimento econômico menor do que no ano passado. E, para o Brasil, um crescimento ainda lento, porém levemente melhor do que o esperado. É isso o que diz a primeira projeção do Fundo Monetário Internacional (FMI) para a economia global divulgada no último dia 30.

Embora tenha uma melhora prevista nas projeções, o desempenho do PIB brasileiro este ano provavelmente ficará entre os piores entre os países emergentes. Segundo as previsões, o crescimento brasileiro deve ficar em torno de 1,2%, ficando à frente apenas da Rússia que deve ficar em torno de 0,3% em 2023.

Na última reunião do Copom (Comitê de Política Monetária) do BC (Banco Central) manteve a taxa básica de juros em 13,75. Neste cenário, olhando para o Brasil, a preocupação principal é manter a inflação corrente controlada e as expectativas futuras ancoradas, mas a atenção com o PIB é um ponto nevrálgico e requer muita atenção do governo e Banco Central.

Neste cenário é natural que os investidores busquem oportunidades para os seus investimentos surfarem as rentabilidades de títulos atrelados à Selic e ao IPCA.

Para essa finalidade, os ativos de renda fixa e crédito privado são uma excelente opção de investimento, tanto pela rentabilidade, como pelo menor risco desses ativos. Para o investidor que busca um prazo mais curto de resgate, o “Devant Solidus Cash” configura-se como uma excelente alternativa. Já para os que olham para um prazo mais estendido, tanto o “Magna” quanto o “Audax” se apresentam-se como excelentes opções de investimento.

### Perspectivas para o mês de fevereiro:

Os fundos possuíam posições pequenas em debêntures do emissor (LAMEA17 – Lojas Americanas) e por isso, que os impactos nas cotas não foram muito significativos. Além disso, os três veículos possuem bons carregos devido a parcela investida em ativos estruturados que amortecerão mais facilmente os impactos das eventuais aberturas de spreads.

Lojas Americanas: Devant Solidus: 0,1% / Devant Magna: 0,7% / Devant Audax: 0,8%

Com relação a Light (LIGHB86) temos as seguintes posições em nossos fundos e estamos monitorando com lupa a situação da empresa e o desenrolar dos próximos acontecimentos.

Light: Devant Solidus: 1,9% / Devant Magna: 0,7% / Devant Audax: 0,2%



A equipe de gestão vem analisando o desdobramento destes assuntos e até mesmo devido ao pequeno tamanho das posições, não tomará decisões precipitadas. Por outro lado, permanece trabalhando em outros ativos para otimizar a rentabilidade dos fundos.

Nas carteiras do Magna e do Audax aumentamos a parcela de crédito estruturado para maximizar o carregamento dos fundos. Entendemos que a relação Risco vs. Retorno está muito bem ajustada para o cenário econômico atual.

Esta forma de gestão, aumentando e diminuindo a parcela de estruturado de acordo com a nossa visão de mercado, vem se mostrando bastante acertada, não de agora, pois já fazemos essa gestão ativa desta parcela há bastante tempo, como por exemplo na pandemia. A parcela de crédito estruturado, como a que gostamos e investimentos, principalmente pela forma de acompanhamento das operações que nos permite entender a relação Risco vs. Retorno das operações em momentos bastante adversos, se tornou case de liquidez em diversos momentos de escassez de negócios de outros ativos “high grade” no mercado secundário.

Devant Magna (4 estrelas pela Morningstar) tem 84,3% em ativos grau de investimentos;

5 maiores posições por setor: crédito estruturado 17,15%, instituições financeiras 16,87%, locação de veículos 6,43%, papel e celulose 5,89% e logística 4,36 % (carteira diversificadas em 64 emissores).

Devant Audax (5 estrelas pela Morningstar) se manteve em 79,35% em ativos grau de investimentos;

5 maiores posições por setor: crédito estruturado 28,21%, instituições financeiras 15,84%, papel e celulose 4,97%, turismo 3,52% e geração de energia 3,28% (carteira diversificadas em 61 emissores).

Devant Solidus, por regulamento tem 100% dos ativos grau de investimento;

5 maiores posições por setor: instituições financeiras 18,98%, papel e celulose 6,29%, geração de energia 5,60%, varejo 4,89% e crédito estruturado 4,04% (carteira diversificadas em 50 emissores).

O monitoramento constante dos ativos, das empresas e contato direto com CFOs e executivos das companhias, é de extrema importância para a saúde das carteiras, principalmente em momentos de juros altos, onde naturalmente existe um aumento das despesas financeiras das empresas.



Ter um portfólio mais voltado para ativos grau de investimento que possuem um nível elevado de governança e balanços mais robustos com uma posição de mercado em destaque é um diferencial, dado que essas companhias tendem a passar por esses períodos turbulentos de forma mais eficaz que as demais.

**Devant Infra Incentivado FIRF / Devant Magna FIRF CP LP / Devant Audax FIRF CP LP / Devant Solidus Cash FIRF CP**



## Empírica

O mês de janeiro foi marcado por turbulências no mercado de crédito corporativo e isso só reforça a importância de um de nossos principais pilares de gestão, a diversificação. A carteira do Empírica Lótus FIC FIM e do Empírica Lótus IPCA são compostas por mais de 20 tipos de crédito distribuídos entre devedores pessoa física e pessoa jurídica. Além disso vale destacar que 30% da carteira do Empírica Lótus FIC FIM e 23% da carteira do Empírica Lótus IPCA são representadas por 8 fundos multicedente multisacado (recebíveis comerciais) e que, por estratégia de gestão, só investimos nesse tipo de fundo quando a Empírica figura como gestora. Com isso, temos acesso a informações de todos os devedores e conseguimos mensurar e controlar a sobreposição da carteira de todos eles. Além desse ponto a Empírica participa, e tem poder de veto, dos comitês de crédito dos originadores desses fundos. Apesar das adversidades macroeconômicas do ano de 2022 e início de 2023, os Fundos permaneceram entregando retornos consistentes aos investidores, fruto da diversificação, comentada anteriormente, e um rigoroso monitoramento de riscos. Não tivemos grandes alterações na carteira e realizamos alocações pontuais em oportunidades com uma relação risco/retorno atraentes.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Para o Empírica Lótus estamos confortáveis com a carteira atual que majoritariamente está atrelada ao CDI. Vale destacar que seguimos adotando um posicionamento mais conservador em relação a novas alocações, em ambos os fundos, dado o cenário macroeconômico mais desafiador para o mundo e o Brasil em 2023. Nossa estratégia segue em concentrar as alocações em ativos pós fixados atrelados ao CDI. Em relação ao Empírica Lótus IPCA reforçamos nosso posicionamento sobre o cenário futuro que enxergamos para o IPCA. Na nossa visão, é preciso ter cautela quanto à queda da inflação - ainda há várias incertezas sobre como o novo governo conduzirá a política fiscal, além dos núcleos de inflação continuarem pressionados. Um fato que corrobora com essa visão foi o IPCA divulgado do mês de dezembro que superou as expectativas do mercado. Com esse cenário, nossa estratégia para o longo prazo permanece sendo aumentar nossa exposição a ativos em IPCA, que hoje representam 47% do PL. Esse movimento será feito de forma lenta e gradual, ao longo de vários meses, dada a característica dos ativos investidos.

**Empírica Lótus Crédito Privado FIC FIM / Empírica Lótus IPCA FIC FIM CP / Empírica Vox Impacto FIC FIM CP / Empírica Lotus HY FIC FIM / Gran Empírica Lotus FIC FIM CP**



## Encore

O Ibovespa fechou o mês de janeiro subindo 3.7% aos 113.430 pontos, e o dólar caiu 3,8% cotado a R\$5,07. O mês começou bastante conturbado, onde o Ibovespa chegou a cair mais de 7% em dólar no primeiros dois pregões com falas bastante polemicas de novos ministros, que incluíram até a possibilidade de a reforma da previdência ser revista. Após o stress inicial o ministro Rui Costa deixou claro que a única pessoa que tem autorização para falar sobre esse assunto é o presidente Lula e após uma reunião com todos ministros e comentários menos radicais, aliados a uma agenda aparentemente direcionada a tentar mostrar alguma responsabilidade fiscal, o mercado acalmou bem e a bolsa subiu acompanhando o bom humor do exterior. Já nos EUA o mês todo mostrou forte recuperação com possíveis mudanças nos fundamentos que machucaram bastante as bolsas no ano passado. Já nos primeiros dias tivemos os dados de emprego ainda firmes, porém mostrando alguma desaceleração nos salários. Na semana seguinte tivemos a divulgação da terceira melhora consecutiva no CPI, mostrando uma deflação de 0.1% com relação ao mês anterior. Na terceira semana saíram alguns dados de vendas no varejo e atividade mais fracos do que o esperado e tivemos o começo da temporada de resultado. Até o final do mês, aproximadamente 25% das empresas do índice S&P500 reportou e em geral foram bem com relação a expectativa do mercado. Apesar de ainda faltarem várias “big tech” e muitas outras de setores também importantes, os resultados até agora foram na direção de afastar o temor de que a recessão já estivesse se manifestando. Na última semana do ano tivemos o PIB americano do quarto trimestre crescendo 2.9% e superando as expectativas que eram de 2.6%. Com esses dados onde tivemos a inflação dando fortes sinais de começar a se controlar com a atividade ainda em um patamar não contracionista, os mercados animaram e o S&P500 subiu 6.2% e o índice Nasdaq subiu 10.6%. A grande dificuldade daqui para a frente é conseguirmos ter ainda uma economia fora de recessão, porém com a inflação controlada. Logo no começo de fevereiro teremos a primeira reunião do FED no ano e será muito importante entender se o presidente Jerome Powell está realmente mais confortável com os dados a ponto de sinalizar um final do ciclo de altas e possível começo de cortes ainda esse ano ou se ele continuara na linha preocupada com a volta da inflação, como aconteceu na década de 1970, e dessa forma preferira seguir na linha de manter os juros em território restritivo por mais tempo, correndo o risco de colocar a economia em uma desaceleração mais profunda.



**Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Com relação ao nosso portfólio voltamos a comprar Banco Pactual (BPAC11) por achar que o mercado exagerou na penalização da ação em função dos problemas das Lojas Americanas. Aumentamos marginalmente a exposição a Equatorial (EQTL3) e Companhia Brasileira de Alumínio (CBAV3). No campo das reduções, diminuimos taticamente 3R Petroleum (RRRP3), Petrorio (PRIO3) e Eletrobras (ELET3) e optamos por zerar neste momento nossas posições de Banco do Brasil (BBAS3), Rumo SA (RAIL3) e Pet Center Comercio (PETZ3).

Após um mês bastante positivo nos mercados em geral, voltamos a nos proteger tanto aqui como lá fora. Atualmente estamos com aproximadamente 85% net long tanto no Long Only e aproximadamente 50% net long no Long Bias. Dessa vez nossas defesas estão montadas em opções não só do S&P500, mas também do Ibovespa.

**Encore Ações FIC FIA / Encore Long Bias FIC FIM**



## EnterCapital

Em janeiro a cota do Fundo EnterCapital Turing FIC FIM variou +3,45% (vs. 1,12% do CDI), com o Ibovespa +3,37% e dólar -3,93%. Nossas correlações de 12 meses permanecem baixas com os índices: Ibovespa -0,16 e Índice de Hedge Funds (IHFA) +0,05.

Entre as estratégias, tivemos contribuições positivas de Relative Value Fundamentalista (RVF) (+1,76%), Momentum Based Trend Following (MBTF) (+0,42%), e negativa de Relative Value Estatístico (RVE) (-0,11%).

Além de importantes movimentos relativos entre grupos de ações e setores, que beneficiaram as estratégias de RVF, tivemos algumas dinâmicas dentro do mês que beneficiaram as estratégias de trend following e de pattern recognition, em equities e FX.

O fundo posiciona-se sistematicamente, utilizando-se de modelos quantitativos para seleção de todos os ativos, o posicionamento ao longo de janeiro era:

- Renda Variável: alguma redução de posições, terminando comprados em information technology, commodities e energy; vendidos em financials, utilities e healthcare;
- Juros: posição terminou reduzida, mas ainda parcialmente doadora (vendida em taxas);
- Moedas: posição comprada em BRL.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

- Renda Variável: comprados em information technology, commodities e energy; vendidos em financials, utilities e healthcare;
- Juros: posição parcialmente doadora (vendida em taxas);
- Moedas: posição comprada em BRL.



Racional:

Acreditamos que a Metodologia Quantitativa / Sistemática em um horizonte de médio prazo resulta em:

- Baixa correlação histórica com Ações e Renda Fixa e potencial baixa correlação com outras classes de fundos.
- Exposição sistemática a fontes de excess return.
- Diversificação por capacidade de cobertura de inúmeros ativos e mercados.
- Escalabilidade alta, proporcionando melhor diversificação e menor impacto de mercado.
- Eliminação do fator humano e seus vieses comportamentais na execução da estratégia (Systematic Trading).
- Melhor compreensão histórica do comportamento das estratégias e do portfolio.

**EnterCapital Turing FIC FIM**



## EQI

No Brasil, o mês de janeiro foi marcado pela divulgação de dados fracos de atividade do 4º trimestre de 2022 e a desancoragem das expectativas de inflação. Sobre o 1º tema, os impactos das altas de juros parecem estar fazendo efeito na economia, com aumento do custo do crédito, produção industrial estabilizando e vendas no varejo desacelerando. Em relação às expectativas de inflação, o fim do arcabouço fiscal do Teto de Gastos, com aumento de despesas em 2023, bem como uma discussão precoce sobre as metas de inflação para os próximos anos elevou as estimativas da pesquisa Focus para o IPCA no horizonte até 2026. Com isso, o Copom adotou postura mais conservadora sobre a política monetária nos próximos meses, incerto sobre os efeitos na demanda advindos dos estímulos fiscais, bem como sobre a contaminação da inflação corrente pelas expectativas mais altas.

As teses de mercados emergentes e dólar fraco continuaram a funcionar com a reabertura da economia Chinesa e mais evidências de que o ciclo de aperto monetário pelo banco central americano está próximo do fim. Diferente do que imaginávamos, os mercados desenvolvidos também tiveram um bom desempenho apoiados em dados que ainda não mostram uma desaceleração das suas economias.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

A estratégia Long Bias fechou o mês com um retorno superior a 3%. Os destaques da estratégia foram as posições em renda variável de mercados emergentes, Mexico, Chile e América Latina sendo Mercado Livre, Iguatemi e Falabella como os maiores contribuidores de performance no mês. Outras duas classes de ativos, que também contribuíram consideravelmente no mês, foram as posições doadas na Treasury de 10 anos e a posição vendida no Dólar Americano contra o Peso Mexicano, Yen e Dólar Australiano. O maior detrator ficou por conta da posição vendida em Europa que subiu respondendo a queda do gás natural e melhores números econômicos. Ainda acreditamos que vamos ver uma desaceleração mais forte na economia Europeia e que a revisão de lucros para o setor industrial deva pesar os ativos de renda variável que tem uma assimetria de risco retorno bastante desfavorável em nossa opinião.

### **EQI Long Bias IQ FIC FIA**



## Esh Capital

Por parte do Esh Prospera FIA, as incertezas de política econômica que vivemos desde o fim de 2022, principalmente no âmbito da política fiscal, o Prospera sofreu no final de 2022 e com isso decidimos reduzir o peso de small caps e adicionar posições consideradas.

O desempenho do fundo em janeiro reflete em boa parte as mudanças implementadas em dezembro. Neste mês a cota do Prospera subiu 7,2% enquanto o Ibovespa subiu 3,4% e o índice de small caps (SMAL11) registrou alta de 3,0%.

Em relação ao Esh Theta FIM, registrou uma alta de 9,25% em Janeiro. No período de 12 meses, o fundo acumula uma alta de 48,29% versus CDI acumulado de 12,83%.

Nos primeiros dias de janeiro as ações da Gafisa sofreram bastante oscilação, o que impactou no valor da cota do Fundo Theta. Acredita-se que tal oscilação derivou da Assembleia Geral Extraordinária convocada pela Esh Capital, com vistas a destituir e responsabilizar os administradores da Gafisa. Embora a proposta não tenha sido aprovada, continuaremos com a nossa atuação ativista, com o objetivo de aprimorar a governança da companhia e, conseqüentemente, gerar valor aos acionistas.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Ainda vemos o cenário econômico local com diversas incertezas no âmbito fiscal, o que gera bastante desconfiança por parte do mercado.

Já em relação as posições de ativismo societário, mais especificamente falando de Gafisa, convocamos uma Assembleia Geral Extraordinária para o dia 10/02/23, com o intuito de pedir a suspensão dos direitos políticos do atual bloco de controle, até que seja realizada oferta pública de aquisição de 100% das ações da Companhia pelo bloco de controle, na forma prevista no art. 44 do Estatuto Social da Gafisa. Maiores esclarecimentos poderão ser encontrados em nosso Pedido Público de Procuração, divulgado em nosso site.

### **Esh Theta FIM / Esh Prospera FIA**



## Exploritas

O Exploritas Alpha teve um retorno positivo de 2.97% em janeiro, com contribuições positivas de diversas estratégias. Na parte macro, tivemos ganhos de 185 bps, sendo 120 bps em câmbio e 65 bps no book de juros.

Tivemos um movimento importante de recuperação dos ativos na Argentina, onde ganhamos 143 bps, sendo 81 bps na parte de ações (com uma posição comprada de apenas 3%) e 62 bps em bonds. No restante da carteira de bonds, tivemos uma contribuição negativa de 71 bps. Em ações, tivemos uma contribuição positiva total de 120 bps, mesmo com uma composição de carteira net vendida durante o mês, com destaque para Argentina e México na parte comprada.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Durante o mês, voltamos a ter uma posição comprada em NTN-B longa juntamente com uma posição tomada em DI para proteção, na razão de 1/3 do PL equivalente. Gostamos dos níveis de yield real do Brasil e também vemos uma assimetria para cima nos riscos inflacionários, que podem vir a ser precificados adiante na inflação implícita. Continuamos com uma carteira comprada em bonds denominados em USD de 16% do nosso NAV e temos uma posição líquida vendida em ações. Aproveitamos a rentabilidade positiva do mês para realizar ganhos em algumas das operações compradas que tínhamos na carteira. Na parte comprada em ações no Brasil, ainda temos uma posição com foco relevante no setor de infraestrutura.

### **Exploritas Latam FIC FIA / Exploritas Alpha America Latina FIC FIM**



## Fama Investimentos

O FAMA FIC subiu 3,4% em janeiro, uma performance praticamente idêntica ao Ibovespa. As principais contribuições positivas vieram de Localiza, Petz e Totvs. As principais contribuições negativas vieram de Alparbatas, MRV e Omega Energia. Após um movimento de aumento dos prêmios de risco ligado à incertezas da política econômica do novo governo, vimos um alívio nos preços, em parte graças à boa performance do mercado externo. Em termos absolutos, os juros futuros continuam bastante estressados e a bolsa em patamares de 'valuation' muito abaixo de sua média histórica. Nossa expectativa continua sendo que na medida em que tivermos o perfilamento da política fiscal do novo governo, reduzindo a incerteza quanto a sustentabilidade fiscal, os mercados mudarão de regime, aumentando seu apetite a risco e favorecendo ativos de renda variável.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Não fizemos alterações no portfólio ao longo do período. O portfólio continua investido em 18 empresas e mantém cerca de 1% em caixa. Seguimos investidos em empresas de alta qualidade, com vantagens competitivas claras, que apresentem crescimento consistente, que sejam pouco vulneráveis ao cenário macroeconômico de longo prazo e que conduzam seus negócios de forma ética e responsável.

### **Fama Ações FIC FIA**



## FCL Capital

Em janeiro, o fundo FCL Opportunities apresentou uma valorização de 10,04% em reais e 14,59% em dólares contra 6,2% do S&P 500 e 7,2% do MSCI All Country Index.

A forte performance do fundo no mês pode ser explicada pela significativa recuperação observada nas principais bolsas da Europa e Estados Unidos e, sobretudo, pela outperformance das ações em empresas chinesas que possuímos na carteira, que se beneficiaram de forma desproporcional a reabertura do país após os severos lockdowns dos últimos meses.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Conforme delineamos em nossa última carta trimestral, esperamos ao longo dos próximos meses, nos aproveitando de nosso mandato global, para:

- 1) Diminuir gradativamente a exposição do fundo ao Brasil, para algo entre 10% a 15% do fundo;
- 2) Aumentar exposição a China, seja via empresas locais ou empresas internacionais que tenham exposição ao país;
- 3) Buscar novas posições que funcionem como possíveis hedges contra os principais fatores de risco macro que observamos atualmente (i.e. aumento do preço do barril de petróleo e uma mudança brusca na política monetária japonesa, que teria repercussões fortes para o restante do mundo).

Do mais, nos mantemos atentos a já iniciada temporada de balanços para avaliar o andamento de nossos atuais investimentos e ficar atento a novas oportunidades que possam surgir.

### **FCL Opportunities FIA IE**



## Forpus Capital

O Forpus Ações FIC FIA subiu 4,07% em janeiro contra uma alta de 3,37% do Ibovespa no mesmo período. Os destaques positivos do mês foram posições compradas nos setores de Mineração e Siderurgia (3,46%), Bens de Capital (0,90%), Consumo (0,88%) e Agrícola (0,60%). Os destaques negativos foram posições vendidas nos setores de Tecnologia (-0,63%) e Financeiro (-0,29%).

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Continuamos otimistas com os setores exportadores de commodities da bolsa brasileira. Acreditamos que seja possível um bom desempenho desses setores em função de dois pilares principais. O primeiro seria a dificuldade de aumentar a oferta das principais commodities agrícolas e industriais devido a um ambiente regulatório cada vez mais restritivo. O segundo seria uma eventual expansão de múltiplos destas empresas, com os agentes econômicos saindo das empresas de crescimento e migrando para empresas de valor. Vale salientar que nossa visão positiva do setor não se origina em um eventual um aumento de demanda global, mas sim na preocupação em relação a uma oferta declinante e insuficiente ao longo dos próximos anos.

Esse cenário macro seria bem positivo para o Brasil, onde vemos uma janela para recuperação dos indicadores econômicos locais nos primeiros meses do novo governo.

### **Forpus Ações FIC FIA / Forpus Multiestratégia FIM LP**



## Franklin Templeton Investimentos

O ano de 2023 começou em tom positivo para o mercado a despeito dos sinais desanimadores vindos de Brasília. A bolsa doméstica e o câmbio se beneficiaram do ambiente global de otimismo proporcionado pela visão agora mais dovish em relação a postura do FED nas próximas reuniões. Nesse contexto, as bolsas mundo afora tiveram forte desempenho, com destaque para as altas de 6,2% do S&P 500 e de 9% do índice MSCI de bolsas de países emergentes. O Ibovespa subiu 3,4% e o real se valorizou 4% frente ao dólar, cotado em R\$ 5,0758. Na ponta contrária, a curva de juros continuou em trajetória ascendente, refletindo os receios dos investidores acerca das declarações em favor de revisão da meta de inflação e de contínuos sinais de descaso com o resultado das contas públicas.

Em janeiro, a atividade de resgates na indústria de fundos se intensificou. Nos fundos de ações o fluxo foi negativo, com saídas de R\$ 8,5 bilhões, e nos multimercados, R\$ 13,6 bilhões. Enquanto os investidores domésticos buscam se afastar do risco, indo em direção a renda fixa, os estrangeiros se aproveitam dos níveis de valuation descontados da bolsa brasileira para aumentar suas exposições. No mês, a entrada de capital estrangeiro somou R\$ 12,6 bi nessa rubrica.

### Perspectivas para o mês de fevereiro:

Quanto ao cenário macroeconômico, os riscos domésticos tem aumentado. A retórica populista adotada já fez preço nos juros, e removeu da curva a queda de 300 pontos base que se esperava para esse ano de 2023. Caso o movimento se mantenha dessa forma, o novo patamar dos juros provavelmente irá impactar a atividade no médio prazo. No entanto, como já comentado nas últimas cartas mensais, a relação preço/lucro de 6,5x do Ibovespa embute um grande prêmio de risco, que acomoda esse cenário mais desafiador. Quanto aos portfólios geridos, temos aproveitado para aumentar exposição em empresas de qualidade que estariam mais insuladas num ambiente macro mais fraco, e que se beneficiam de uma visão mais construtiva para mercados emergentes por parte dos investidores estrangeiros dedicados a região.

### Franklin Valor E Liquidez FvI FIC FIA



## Frontier Capital

Apesar do conturbado começo de 2023, os índices Ibovespa e Small Caps fecharam o primeiro mês do ano com altas de 3,4% e 2,9%, respectivamente. Apesar das quedas de 3% e 2% nos primeiros dois pregões do ano, impactadas pelo tom do discurso de posse do Presidente Lula e declarações descoordenadas vindo do seu entorno, o mercado acionário brasileiro começou a reverter quedas a partir do dia 10, poucos dias após a primeira reunião ministerial. Soma-se a isso a rápida e coordenada resposta dos três poderes aos ataques de 8 de janeiro e o conjunto de medidas buscando reduzir o déficit primário anunciadas pelo ministro da fazenda. Em janeiro, nosso fundo Frontier Ações FIC FI apresentou rentabilidade em linha com a performance dos principais índices acionários do Brasil, apresentando ganhos de 3,1%. Nos últimos 12 meses o Frontier Ações FIC FI acumula ganhos de 5,2%, superando tanto a performance do Ibovespa (+1.1%), quanto do índice Small Caps (-15,5%). Apesar de uma posição de caixa média superior a 20% no mês, fomos beneficiados pela boa seleção de ações no período, com destaque para nossos investimentos em Vivara, Petrorio e Localiza. Vittia, Bradesco e Cielo foram os destaques negativos de janeiro. Em janeiro, i) liquidamos nosso investimento em BR Properties após o anúncio de redução de capital da empresa no começo do mês, ii) aumentamos nossa exposição a Localiza, iii) remontamos posição em Banco do Brasil e B3 e iii) aumentamos nosso investimento em Cielo após reação exagerada a desaceleração de volumes reportados no quarto trimestre.

### Perspectivas para o mês de fevereiro:

Apesar das tradicionais incertezas do cenário local, acreditamos que podemos vivenciar um tempo de relativa "calmaria" no curto prazo. As movimentações vindas do governo nesse primeiro mês da nova administração federal sugerem que teremos de nos acostumar a um noticiário econômico ora impactado negativamente por falsos dilemas que contrapõem responsabilidade fiscal e social, ora impacto positivamente por sinalizações positivas vindo do Ministério da Fazenda, Ministério do Planejamento e Orçamento e Ministério da Indústria e Comércio. Do ponto de vista político, o principal evento mapeado, até o momento para o mês de fevereiro, será a substituição do diretor de política monetária do Banco Central do Brasil, Bruno Serra. Apesar da possibilidade de um nome do setor privado, acreditamos que o próximo diretor deverá vir do competente e técnico quadro da instituição. Fevereiro também trará uma série de resultados corporativos referentes ao quarto trimestre e estaremos especialmente atentos as teleconferências, principalmente sobre perspectivas postas para os próximos 11 meses.



Diante desse cenário, aumentando nossa alocação para nível superior ao nosso ponto neutro, aumentando, por exemplo, exposição a empresas com perspectiva positiva de revisão de lucros (ex: Cielo e Banco do Brasil) e com expectativa de eventos favoráveis (ex: Sanepar). Por fim, apesar de nossa visão construtiva para a economia chinesa, reduzimos taticamente nossa exposição a Vale.

**Frontier Long Only Institucional FIC FIA / Frontier Ações FIC FI / Frontier Long Bias FIC FIA**



## Frontier Capital

Apesar do conturbado começo de 2023, os índices Ibovespa e Small Caps fecharam o primeiro mês do ano com altas de 3,4% e 2,9%, respectivamente. Apesar das quedas de 3% e 2% nos primeiros dois pregões do ano, impactadas pelo tom do discurso de posse do Presidente Lula e declarações descoordenadas vindo do seu entorno, o mercado acionário brasileiro começou a reverter quedas a partir do dia 10, poucos dias após a primeira reunião ministerial. Soma-se a isso a rápida e coordenada resposta dos três poderes aos ataques de 8 de janeiro e o conjunto de medidas buscando reduzir o déficit primário anunciadas pelo ministro da fazenda. Nosso fundo Frontier Long Bias subiu 1,66% em janeiro. Além da performance do book de ações, o hedge da posição de bolsa Brasil e a carteira macro contribuíram negativamente para o fundo. A carteira macro global teve retorno negativo de 0,35%, com os ganhos nas posições de China e Ouro não sendo suficientes para compensar as perdas em posição vendida em bolsa nos EUA.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Apesar das tradicionais incertezas do cenário local, acreditamos que podemos vivenciar um tempo de relativa "calmaria" no curto prazo. As movimentações vindas do governo nesse primeiro mês da nova administração federal sugerem que teremos de nos acostumar a um noticiário econômico ora impactado negativamente por falsos dilemas que contrapõem responsabilidade fiscal e social, ora impactado positivamente por sinalizações positivas vindo do Ministério da Fazenda, Ministério do Planejamento e Orçamento e Ministério da Indústria e Comércio. Do ponto de vista político, o principal evento mapeado, até o momento para o mês de fevereiro, será a substituição do diretor de política monetária do Banco Central do Brasil, Bruno Serra. Apesar da possibilidade de um nome do setor privado, acreditamos que o próximo diretor deverá vir do competente e técnico quadro da instituição. Fevereiro também trará uma série de resultados corporativos referentes ao quarto trimestre e estaremos especialmente atentos as teleconferências, principalmente sobre perspectivas postas para os próximos 11 meses. Diante desse cenário, aumentando nossa alocação para nível superior ao nosso ponto neutro, aumentando, por exemplo, exposição a empresas com perspectiva positiva de revisão de lucros (ex: Cielo e Banco do Brasil) e com expectativa de eventos favoráveis (ex: Sanepar). Por fim, apesar de nossa visão construtiva para a economia chinesa, reduzimos taticamente nossa exposição a Vale.

**Frontier Long Only Institucional FIC FIA / Frontier Ações FIC FI / Frontier Long Bias FIC FIA**



## GAP Asset

O resultado do fundo do mês de janeiro foi de +0,38%. Do lado positivo, destacam-se posições em moedas e em commodities. Já do lado negativo, os destaques foram posições vendidas no real e tomadas em juros desenvolvidos. No mercado local, nossa posição vendida no real contra uma cesta de moedas emergentes teve um resultado próximo de zero (ou seja, as perdas com o real foram compensadas por ganhos nas demais moedas). Desde as eleições, temos carregado posições que se beneficiam do aumento do prêmio de risco local. Apesar dos fundamentos locais não terem se alterado, os ativos brasileiros se valorizaram em janeiro, por conta do cenário externo mais benigno. Em bolsa, a nossa posição direcional vendida gerou um resultado negativo no mês. Este foi atenuado em parte pelo book long & short, com destaque positivo para dois pares, dos setores de varejo (MGLU3 vs. VVIIA3) e petróleo (PRIO3 vs. PETR4). Nos mercados internacionais, a contribuição positiva do book de commodities veio da posição comprada em petróleo e urânio. A contribuição negativa, por sua vez, veio de uma posição tomada em juros americanos, já encerrada.

### Perspectivas para o mês de fevereiro:

No Brasil, continuamos vendidos no real contra uma cesta de moedas emergentes. A nossa avaliação é que o prêmio de risco embutido na moeda brasileira é pequeno diante da mudança de política econômica. Em bolsa, nossa carteira continua refletindo uma visão mais negativa para as ações de consumo/doméstico e mais otimistas com petróleo. Reduzimos o otimismo com bancos depois dos eventos de janeiro. Nos mercados internacionais, zeramos nossa posição comprada em petróleo, mas continuamos a gostar da tese. Nossa pequena posição de urânio foi praticamente zerada em função da ótima performance do setor no mês. No book de moedas, vale ressaltar ainda que a nossa cesta de moedas emergentes foca no tema da reabertura chinesa, e contém Austrália (AUD), Singapura (SGD), Chile (CLP), México (MXN) e China (CNH). A posição em Real vendida é menor do que a comprada na cesta de países gerando um net vendido em dólar.

### GAP Multiportfólio FIC FIM / GAP Absoluto FIC FIM



## Garde Asset Management

A grande entrada de dólares spot no primeiro mês de 2023, derrubou fortemente a parte curta da curva de cupom cambial, gerando um resultado positivo para o fundo. Apesar do recrudescimento dos problemas fiscais brasileiros no novo governo, a proximidade do fim do aperto monetário americano levou o dólar a se enfraquecer globalmente. Mantivemos uma posição pequena comprada que gerou resultados negativos. As perdas no USD x BRL foram compensadas por ganhos nas posições em moedas, notadamente nas compradas em MXN, JPY e AUD. Na renda fixa doméstica, o resultado foi positivo. O fundo teve perdas em posições táticas nos juros nominais que foram compensadas por posições relativas no juro real. No livro de juros globais o resultado foi levemente negativo, gerado por nossas posições aplicadas em México e posições de player relativo apostando no achatamento da curva de juros europeia. O book de commodities contribuiu positivamente para a performance do fundo. A animação do mercado com a reabertura da economia Chinesa, após três anos de restrições de mobilidade relativas ao controle do COVID, foi responsável pela elevação nos preços das commodities metálicas, mas teve pouco efeito sobre o mercado de energia, em especial do petróleo. Nossa compra do Petróleo feita ao longo do mês performou levemente de forma positiva. Além disso, a posição comprada no Ouro também ganhou, ajudada pela queda dos juros internacionais e pelo movimento de fraqueza do dólar americano. Já na estratégia sistemático, o mês foi marcado pela continuação da dinâmica de reversões de tendência em ativos brasileiros, enquanto em commodities observamos movimentos de preços mais sustentados. Durante o mês registramos pequenos ganhos líquidos compostos por ganhos em commodities, moedas e equities, e perdas em juros. Commodities foram a principal fonte de ganhos no mês, com resultados positivos em posições long soja, cobre e ouro, e negativos em posição long petróleo. Em moedas obtivemos pequenos ganhos com posição long BRL, apesar de modelos terem sido sujeitos a alguns gatilhos de stop ao longo do mês. Em equities obtivemos pequenos ganhos no mercado americano com posições compradas em ativos selecionados. Em juros nominais sofremos perdas com posições alternadamente vendidas e compradas em taxa na curva curta. O mês foi marcado por performance positiva da bolsa local, puxada em grande parte por forte fluxo de capital estrangeiro, que colocou mais de R\$ 11 bilhões no mercado brasileiro, com direcionamento forte de capital para países emergentes puxado pela abertura da China. Tivemos perdas no mercado doméstico em commodities e posição vendida em índice e ganhos menores em posições vendidas em ações. No mercado global tivemos um risk-on com S&P subindo 6% e Nasdaq 10% com mercado acreditando no cenário do soft landing. Tivemos performance negativa na posição vendida no S&P e comprada em China.



**Perspectivas para o mês de fevereiro:**

No cenário internacional, nossa visão benigna para a inflação vem se concretizando pelas ações do Fed, que desacelerou novamente seu ritmo de altas em sua última reunião, sinalizando que o fim do ciclo pode estar tão próximo quanto a reunião de março. A Zona do Euro, por sua vez, encontra-se relativamente num ponto anterior do ciclo, ainda lidando com uma inflação núcleo ascendente, contratando uma taxa terminal cujo piso encontra-se em 3%. Esse cenário é reforçado pelos diversos indicadores de resiliência da atividade diante do choque energético que vimos no último semestre. Na China, seguimos com a visão de que 2023 deverá ser um ano bem diferente em relação a 2022 – de modo positivo – diante de um viés claramente pró-crescimento adotado pelo governo desde a recondução de Xi Jinping. Esse viés deve se traduzir numa economia que cresce perto dos 6%, com forte participação da demanda interna. De maneira geral, o cenário internacional encontra-se favorável para ativos de risco. No cenário doméstico, seguimos pessimistas com os rumos anunciados pelo novo governo. Ainda que não tenhamos a definição do novo arcabouço fiscal, as prioridades de aumento de gastos com ganhos reais do salário-mínimo, recomposição dos salários dos servidores públicos e aumento dos investimentos públicos nos levam a crer que deveremos ver expansão real de gastos públicos que não serão totalmente compensados pelo aumento de arrecadação. Essa combinação deverá resultar em forte aumento da dívida pública à frente. Por outro lado, o cenário de inflação de curto-prazo segue melhorando e notamos uma desaceleração mais pronunciada da atividade, o que poderia abrir espaço para cortes de juros. No entanto, a desancoragem de expectativas de inflação mais longas, reflexo da incerteza fiscal e da discussão sobre aumento da meta de inflação, trazem à tona questionamentos sobre a credibilidade do BC. Assim, não vemos espaço para cortes de juros este ano ainda que a pressão sobre a autoridade monetária por parte do governo federal deva aumentar.

Sobre as estratégias, no cupom cambial, aproveitamos o aumento da inclinação ao longo da curva, reduzimos nossas posições de forma geral. Em renda fixa doméstica, para fevereiro no livro de juros nominais, temos uma pequena posição tomada e estamos operando de forma tática. Na estratégia de juros real, temos uma posição tomada na parte média da curva e alguns plays relativos no meio da curva. Em juros globais, seguimos aplicados em países de ciclos avançados e nos quais acreditamos que a potência da política monetária será mais expressiva. Por enquanto estamos aplicados em México, Canadá e Nova Zelândia. Em contrapartida, fizemos hedges na inflação implícita curta nos Estados Unidos, bem como uma posição tomada em China em linha com a esperada retomada econômica após o abandono das restrições



impostas pela política de Covid-zero. No livro de commodities mantivemos nossa posição comprada em petróleo esperando pela plenitude da retomada da mobilidade chinesa, além do restabelecimento do turismo (e vôos internacional) no níveis pré-pandemia. Conjuntamente, continuamos com a nossa posição comprada em ouro, por acreditar na continuidade do movimento de dólar fraco e queda nos juros internacionais, devido ao iminente fim do ciclo de alta de juros do Banco Central americano. Adicionalmente, trocamos nossa posição comprada em açúcar pela compra em cacau no livro das commodities agrícolas. Na estratégia sistemática, mantemos posições long commodities, long BRL, comprado em taxa nominal na curva curta, e long ativos selecionados de equities EUA. Em equities, no cenário global estamos otimistas com China com reabertura e múltiplos em linha com histórico. No mercado global seguimos vendidos em S&P via estrutura de opções com a tese que o de-rating ainda não terminou e a revisão do lucro do S&P joga o múltiplo para perto de 20 vezes lucro, que em nossa visão apresenta uma assimetria positiva para ficar vendido. No Brasil mantivemos somente a estratégia Long & Short que tem gerado boa performance, porém zerado no direcional devido a dicotomia de cenário com fluxo

**Garde Dartagnan FIC FIM / Garde Pascal FIC FIM / Garde Vallon FIC FIM**



## Gávea Investimentos

Em janeiro, a melhora no cenário externo com a reabertura da economia na China, indicadores acima do esperado na Europa e a redução na margem do risco de recessão nos EUA beneficiaram os ativos de risco globais. No Brasil, incertezas em relação à conduta da política fiscal têm aumentado a volatilidade dos ativos locais. Em termos de atribuição de performance, estratégias em juros na América Latina e nos EUA, e posições liquidamente compradas em bolsa no Brasil geraram as principais contribuições positivas do mês. No entanto, estratégias compradas em Dólar contra o Euro e países da América Latina subtraíram retorno.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

No portfólio, seguimos liquidamente comprados em Dólar contra uma cesta, incluindo o Euro e moedas selecionadas de países emergentes. Em renda fixa, estamos operando de forma tática em desenvolvidos, e terminamos o mês com posições a favor da alta dos juros futuros em países da América Latina. Em bolsa, mantivemos posições compradas em ações no Brasil que enxergamos valor.

### **Gávea Macro FIC FIM**



## Genoa Capital

O mês de janeiro foi marcado por uma percepção inicial mais benigna da inflação americana, a postura mais pró-crescimento do governo chinês e o desempenho melhor do que o esperado da economia europeia. No Brasil, os indicativos de uma atividade econômica mais fraca foram intensificados, ao mesmo tempo que presenciamos a deterioração das expectativas sobre a futura condução da política econômica.

### Genoa Radar/Cruise Prev

As principais contribuições positivas para a rentabilidade do mês vieram das posições compradas no euro, no dólar de Singapura e no peso colombiano. Também ganhamos com as apostas compradas em inflação implícita no Chile e nas posições de inclinação de curva de juros no Brasil e nos EUA. Em contrapartida, foram detratoras as posições direcionais em juros no Brasil, África do Sul, EUA e Chile e as apostas na moeda local.

### Genoa Arpa

As principais contribuições positivas do mês vieram das posições compradas em empresas brasileiras dos setores financeiro, de utilidades públicas e infraestrutura. Em contrapartida, houve perdas nas posições em empresas americanas do setor financeiro e de tecnologia, e em empresas brasileiras de telecomunicação.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

#### Genoa Radar/Cruise Prev

No Brasil, não temos posição direcional na moeda local. Estamos levemente tomados nos juros nominais e com apostas na inclinação da curva de juros. No exterior, estamos comprados no dólar de Singapura contra uma cesta, e levemente comprados no dólar americano contra o euro, o rand sul-africano e o yuan chinês. Nos EUA, estamos tomados na curva de juros e com apostas na inclinação da curva. Estamos tomados em juros na África do Sul e no Japão. No Chile, temos apenas posições táticas na curva de juros. Estamos liquidamente vendidos em ações no Brasil. No valor relativo, a carteira comprada é composta por empresas nos setores de utilidades públicas, materiais básicos, energia e de tecnologia. Estamos vendidos no setor financeiro e em índices globais.



## Genoa Arpa

Os preços das empresas brasileiras, apesar de embutirem prêmio pelas atuais incertezas locais, foram beneficiados pelo otimismo com o cenário global. Também fomos favorecidos pelo fluxo sazonal de reposicionamento de portfólios globais e pela redução de posições pessimistas que perduraram no ano passado. Não estamos confiantes, no entanto, que os ventos a favor continuarão a sobrepor as intempéries locais e, por isso, ainda expressamos cautela em nosso posicionamento, com a utilização de proteções e menor exposição líquida. Atualmente, nossas exposições líquida e bruta à renda variável se encontram em cerca de 40% e 120%, respectivamente, majoritariamente em empresas domésticas dos setores de utilidades públicas, materiais básicos, energia e de tecnologia nos EUA.

## **Genoa Capital Arpa FIC FIM / Genoa Capital Radar FIC FIM**



## Geo Capital

### COMENTÁRIO MENSAL:

O ano de 2023 se inicia com uma nota mais otimista nos mercados globais.

Nos EUA, embora o PIB ainda se mantenha resiliente, a inflação mostra tons de esfriamento. O Federal Reserve trouxe um alívio aos investidores, mostrando haver intenção de evitar efeitos muito recessivos para a economia com o aperto monetário.

No continente europeu, o inverno mais suave e o mercado de trabalho dão fôlego na zona do Euro. Uma melhor evolução da economia devido ao gerenciamento de estoques de gás natural e o mercado de trabalho forte fazem com que a sensação de desaceleração econômica seja mais branda do que o anteriormente projetado.

No continente asiático, a flexibilização da política de Covid Zero trouxe bastante otimismo para a recuperação da economia chinesa. E com a reabertura da potência, há um sentimento no mercado global de uma retomada mais forte da China, fator de pressão alta sobre os preços dos commodities, por conta do aumento da demanda.

No Brasil, apesar da volatilidade local, o real se valorizou frente ao dólar em 3.80% no mês. A moeda americana fechou o período cotada a R\$ 5,08.

### GEO EMPRESAS GLOBAIS EM DÓLARES:

O fundo fechou o mês com retorno de 5,40%, acumulando -11,71% nos últimos 12 meses. O portfólio terminou o mês com 31 ativos, com destaque para setores Serviços Financeiros, Equipamentos Médicos & Saúde e Mídia. As 10 maiores posições do fundo representam 60% do patrimônio.

### GEO EMPRESAS GLOBAIS EM REAIS:

O fundo fechou o mês com retorno de 8,44%, acumulando 0,06% nos últimos 12 meses. O portfólio terminou o mês com 22 ativos, com destaque para setores Serviços Financeiros, Mídia e Equipamentos Médicos & Saúde. As 10 maiores posições do fundo representam 54% do patrimônio.



**GEO SMART BETA:**

O fundo fechou o mês com retorno de 4,42%, acumulando -13,16% nos últimos 12 meses. O portfólio terminou o mês com 52 ativos, com destaque para setores Serviços Financeiros, Tecnologia e Consumo & Varejo. As 10 maiores posições do fundo representam 28% do patrimônio.

**Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Enxergamos um bom momento para uma alocação tática de portfólio, considerando que o nosso barômetro (yield médio do portfólio) está apontando para um valor de 15% a.a. em dólar por 5 anos. Para este mês foi considerado um novo cenário: 100% do cenário soft landing (recessão branda).

Embora a conjuntura atual ainda seja de muita volatilidade e que a GeoCapital é uma casa de análise fundamentalista, enxergamos que o preço dos ativos do nosso portfólio de gestão ativa está bem descontado de seu fair value, em um horizonte de longo prazo.

**GEO Smart Beta de Qualidade em Dólares FIC FIA IE / GEO Empresas Globais em Dólares FIC FIA IE / GEO Empresas Globais em Reais FIC FIA**



## Giant Steps

Zarathustra/Darius:

Atribuição de Performance

O fundo terminou o mês de janeiro com resultado positivo, levemente abaixo do CDI. Os principais ganhos vieram das posições vendidas em dólar contra real, compradas em bolsa local e offshore, e do book de commodities, com destaque para a posição vendida em gás natural. As principais detractoras de performance foram as posições tomadas em juros no Brasil e ao redor do globo.

Sigma/AXIS:

Atribuição de Performance

O fundo terminou o mês de janeiro com resultado extremamente positivo. Os principais ganhos ficaram para as posições aplicadas em juros ao redor do mundo e vendidas em dólar contra uma cesta de moedas, com destaque para dólar australiano e neozelandês. Em ações, os ganhos foram distribuídos nas bolsas americana, brasileira e do Reino Unido.

### Perspectivas para o mês de fevereiro:

Zarathustra/Darius:

Posicionamento Atual

O fundo começa o mês de fevereiro ainda com posições tomadas em juros e compradas em equities ao redor do globo, comprado em real contra dólar e com um net vendido em commodities.

Sigma/AXIS:

Posicionamento Atual

O fundo começa fevereiro com aumento nas posições em inflação local e bolsas europeias, enquanto as posições em bolsa americana foram reduzidas.

**Giant Darius FIC FIM / Giant Sigma FIC FIM / Giant Axis FIC FIM / Giant Zarathustra FIC FIM / Giant Satoshi II FIC FIM IE**



## GTI

O mês de fevereiro foi marcado por melhores percepções quanto ao risco inflacionário, tanto na Europa quanto nos EUA. Os sinais de desaceleração inflacionária se mostram presentes e a atividade se desacelera num nível mais suave. O fim da política de Covid zero na China também contribuiu para melhorar perspectivas macroeconômicas globais e sustentar os preços das principais commodities.

O Brasil teve bom desempenho, mas aquém do desejado em virtude de risco fiscal e monetário alimentados por frases populistas que tem sido exaustivamente ditas por Lula, Gleisi, Aloísio Mercadante e outros representantes do governo, inclusive questionando a independência do BCB

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Esperamos para fevereiro que a economia global contribua positivamente para a preservação de preços de commodities e, em paralelo, a desaceleração de nossa atividade por conta de juros elevados. O BCB teve que se mostrar mais Hawkish para preservar as expectativas de inflação ancoradas, a despeito de falas inadequadas pelo Presidente da República e do Ministro da Fazenda.

### **GTI Dimona Brasil FIA / GTI Nimrod FIA**



## Guepardo Investimentos

O Guepardo Institucional FIC FIA teve uma performance aquém do Ibovespa no mês de janeiro. As posições que mais contribuíram no mês foram Ânima (ANIM3), Grupo Ultra (UGPA3) e Itaú (ITUB3). As maiores detratoras foram Vulcabras (VULC3), Multilaser (MLAS3) e Klabin (KLBN11). Durante o mês, aumentamos um pouco nossa posição em Klabin.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

No caso de Klabin, vivemos em 2021 e parte de 2022 um cenário extremamente positivo para empresa. A combinação de alta demanda no Mercado Interno por papéis e embalagem, oferta restrita, altos preços de celulose e kraft na exportação, fez com que o EBITDA da empresa literalmente dobrasse em 2 anos, com pouca adição de capacidade. As quedas de preço e maior fraqueza na demanda são reais, porém já eram esperadas. Atualmente, o mercado de atuação está mais fraco, mas ainda longe de estar ruim e, na nossa avaliação que já contemplava isso, a ação está muito barata.

Estamos seguros das nossas alocações e acreditamos que essas empresas trarão retornos consistentes no longo prazo para o Fundo. Atualmente, nossas maiores posições são em empresas que atuam nos setores de Consumo, Papel e Celulose e Financeiro.

**Guepardo FIM LP / Guepardo Institucional FIC FIA / Guepardo Allocation FIC FIA**



## Harbour Capital

Em janeiro de 2023, o HARBOUR NAUTILUS FIC FIM CREDITO PRIVADO teve rendimento de 1,589% (141,467% do CDI). Nos 6 últimos meses o fundo apresentou retorno de 9,237% (142,14% do CDI). No ano de 2023, o fundo acumula rentabilidade de 1,589%. Em relação a alocação, o fundo encerrou setembro com 4,63% do PL em caixa e 95,69% em cotas Senior e Mezanino de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDCs. A rentabilidade se manteve muito próxima a verificada no mês de dezembro, com a manutenção da taxa SELIC em 13,75% - teto alcançado em agosto/22. O mercado de crédito no país continua com forte crescimento – Segundo BACEN, as concessões de crédito acumuladas no ano de 2022 cresceram 20,4%, ante 19,5% no ano anterior. As contratações com empresas aumentaram 20,5% no ano (13,7% em 2021) e as com pessoas físicas, 20,2% em 2022 (24,9% em 2021).

O principal desafio continua sendo o monitoramento da qualidade de crédito da carteira dos fundos estruturados. A inadimplência em patamares elevados exige uma atuação próxima às consultorias de crédito responsáveis pela originação e cobrança dos direitos creditórios. Alguns casos relevantes de recuperação judicial impactaram negativamente alguns fundos da indústria com maior concentração em poucos devedores. Torna-se ainda mais clara a importância de alocação em fundos com diversificação de risco de crédito em número relevante de devedores. Esse aumento na inadimplência está refletido no aumento da taxa de juros média aplicada no segmento - a taxa média de juros das contratações finalizou o ano de 2022 em 29,9% a.a., elevação de 5,6 p.p. após aumento de 6,0 p.p. em 2021. O spread geral das taxas de juros das concessões situou-se em 19,0 p.p., variação de 3,3 p.p. em 2022 (BACEN).

Segundo BACEN, a inadimplência do segmento de Desconto de Duplicatas e Recebíveis manteve-se em 0,5% em dezembro de 2022. Já a inadimplência do Capital de Giro com prazo superior a 365 dias passou e 3,0% em novembro para 3,1% em dezembro. A inadimplência do Crédito Pessoal Não Consignado teve leve alta no mês passando de 7,7% para 7,8%.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

No mês de fevereiro devemos manter a proporção de alocação em crédito estruturado atrelado ao CDI. Essa alocação nos dá segurança em um cenário de desaceleração da inflação. Com a queda projetada para a SELIC no próximo semestre, a rentabilidade do fundo deve ampliar vantagem gradativamente em relação ao CDI.

Também estamos realizando a análise de novas oportunidades de alocação em FIDCs para diversificação da carteira em diferentes estratégias e modalidades de crédito.



Ao longo do mês de fevereiro adicionaremos ao portfólio mais um FIDC aberto sob própria gestão. Esse novo ativo trará ainda mais segurança na gestão de liquidez do HARBOUR NAUTILUS, além de introduzir no portfólio uma nova estratégia de crédito – reduzindo o risco agregado do fundo.

**Harbour Nautilus FIC FIM CP**



## Hashdex

O mês de Janeiro apresentou cenário mais otimista em relação aos criptoativos, com sinais de reversão de ciclo.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Ainda é cedo para dizer que o inverno cripto se foi, mas Janeiro já apresentou um otimismo maior e sinais de reversão de ciclo. É evidente que o ambiente macroeconômico continuará desempenhando um papel fundamental nos preços de ativos de risco, e por isso não podemos descartar a possibilidade de novas reviravoltas em caso de surpresas negativas neste front. No entanto, as condições parecem bem estabelecidas para um bom ano para a classe de criptoativos, dando indícios do início do ciclo de recuperação.

**Hashdex Ethereum FIM / Hashdex Ouro Bitcoin Risk Parity FIC FIM / Hashdex Bitcoin FIC FIM / Hashdex 40 Nasdaq Crypto Index FIC FIM / Hashdex 100 Nasdaq Crypto Index FIM / Hashdex 20 Nasdaq Crypto Index FIC FIM**



## Helius Capital

O fundo Helius Lux LB registrou uma alta de +3,17% no mês de janeiro, contra 1,12% do Benchmark e 3,37% do Ibovespa. Os destaques do resultado foram as empresas do setor de varejo, que estiveram entre as principais contribuições positivas no mês. Entre os nomes estão MGLU e NTCO. A MGLU se beneficiou do evento envolvendo sua concorrente e potenciais ganhos de market share. Também esperamos melhoras significativas no resultado do 4Q22, com geração de caixa e crescimento de GMV. A NTCO, novata no nosso portfólio, também está mostrando sinais de melhora nos resultados após 2 anos desafiadores. Além disso, uma possível venda de participação na Aesop será um trigger importante para o papel. Por fim, também esteve nos destaques a PRIO, que se beneficiou com a conclusão da compra de Albacora Leste e aproveitamos para reduzir a nossa exposição no papel. Os principais detratores para performance foram as instituições financeiras, Banco BTG e Itaú, que também foram afetadas pelo evento de Americanas.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

O Ibovespa continua com comportamento bastante volátil, refletindo as incertezas que permeiam os dois principais debates estruturais no país: a vulnerabilidade fiscal e o futuro da política monetária. Enquanto as incertezas continuarem, seguiremos ativos na nossa alocação tática e com Net Exposure provavelmente variando entre 60% a 80%. Também encontramos boas oportunidades de hedges através de derivativos e estamos operando comprados em vol Brasil.

### **Helius Lux LB FIC FIM**



## HGI Capital

No início do ano, mercados globais fecharam o mês com humor melhor. Indicadores de inflação se afastam do pico recente e mostram que o pior já passou, a despeito da lenta desaceleração dos preços de serviços, que sugerem que a economia ainda precisa de boas doses de juros (e por mais tempo que o esperado) para que os preços convirjam à meta. Por sua vez, sondagens de atividade mostram que o último trimestre de 2022 registrou clara perda de tração, mas em ritmo favorável ante o consenso.

É preciso bastante cuidado com a “fotografia” passada, pois a desaceleração global há de ocorrer em 2023. No entanto, por ora, eventuais recessões tendem a ser brandas e isto pode favorecer o real contra o dólar, caso o cenário fiscal doméstico colabore.

Bancos Centrais perseveraram em seus respectivos planos de vôo, com diferenças importantes de discurso para as reuniões seguintes, mas boa parte dos agentes viu como bom sinal o tom mais neutro por parte do Fed. A autoridade monetária reduziu o ritmo de altas nos juros, de 50 bps para 25 bps, opção que começou a ganhar espaço após os bons números na inflação ao consumidor (CPI) e as leituras fracas de atividade. A mensagem é de um ajuste mais cadenciado nesta provável “reta final” de ciclo, dependente sobretudo dos dados de mercado de trabalho. Porém, a mediana de expectativas (5,1%) para os fed funds ao fim deste ano continua válida ao nosso ver.

No Brasil, O Comitê de Política Monetária (Copom) manteve inalterada a taxa Selic, em reunião que começou na virada do mês. Mais uma vez, o comunicado reforçou suas preocupações com a meta de inflação para 2024, que, neste trimestre, possui mais importância que a meta de 2023 no horizonte móvel de política monetária.

Como “resposta” a recentes sinalizações do novo governo, como as críticas à meta atual de inflação e à autonomia operacional do Banco Central, o comitê reitera os riscos à condução da política monetária e deixa implícito que o governo se prejudicaria caso declarasse uma guerra contra esses alicerces.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Em fevereiro, estaremos atentos à relação entre as políticas fiscal e monetária. O presidente Lula voltou a tecer críticas ao Banco Central, como fez em entrevista ao portal GloboNews no dia 18 de janeiro, mas sinalizou que pode buscar a revisão da autonomia após o fim do mandato do atual presidente da autoridade monetária, Roberto Campos Neto.



Até o momento em que escrevemos esse texto, integrantes do governo não buscaram “reparar” a fala de Lula, que foi relativamente mais dura que da primeira vez.

Uma eventual “guerra” entre governo e Banco Central seria improvável no momento, mas a fala de um presidente da República não é desprezível de modo algum. Enquanto a equipe econômica do novo governo não apresentar as propostas estruturais para o fiscal, no caso, a reforma tributária e o novo arcabouço fiscal, o mercado reagirá de maneira crítica a quaisquer sinalizações de Lula.

**HGI High Multiestratégia CP FIC FIM**



## HIX Capital

Iniciamos 2023 cientes dos desafios, em um cenário de inflação alta, e leve desaceleração econômica global. Embora o contexto adverso, notadamente, os índices S&P e Dow Jones seguem subindo, haja vista o tom hawkish do FED em suas últimas reuniões.

Os estímulos do governo chinês refletem nas demandas econômicas, bem como no setor imobiliário do país para atingir sua meta de avanço e recuperação no curto prazo.

Em particular, no Brasil, o BC manteve sua taxa básica em 13,75% pelo terceiro mês consecutivo. Enquanto nossa bolsa, iniciou a primeira semana em queda - precificação das incertezas e um quadro de deterioração fiscal, e encerrando o mês em alta, propiciando também pelo alto e constante fluxo estrangeiro.

O HIX Institucional FIA, encerra o mês de janeiro com retorno de 5,31%, enquanto o Ibovespa fechou em 3,37%.

As maiores contribuições de performance do fundo foram Orizon (ORVR) com +1,89%, seguido de Sinqia (SQIA) com +1,66% e Aura Minerals (AURA) com +1,03%. Em contrapartida, contribuíram negativamente, Grupo SBF (SBFG) em -0,56%, LIGHT (LIGT) em -0,49% e Vittia (VITT) -0,43%.

Seguimos otimistas, principalmente em relação às empresas do nosso portfólio, que possuem um perfil equilibrado, diversificado, sem alavancagem, líquido e sem concentrações excessivas, já que são empresas de alta qualidade.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Consideramos que as empresas do portfólio da HIX possuem operações bem estruturadas, balanço sólido, time de gestão competente, barreiras de entrada e vantagens competitivas, ocasionando uma forte estrutura para o próximo ano. As maiores posições compradas são: Orizon (13,24%); Eneva (13,12%) e Sinqia (10,61%).

### **HIX Institucional FIC FIA**



## Hogan Investimentos

O Hogan Absoluto FIM e Hogan Horizonte 130/30 FIM apresentaram desempenhos positivos de +5,2% e +8,2% respectivamente em janeiro 2023 enquanto os índices Ibovespa e SMLL subiram respectivamente +3,4% e +2,9%.

Realçamos a contribuição positiva das posições vendidas no setor de Varejo (Lojas Americanas) que carregamos desde 2º Tri de 2022 em cima de uma dinâmica de capital de giro ruim e uma Governança que sempre foi duvidosa, desde o spin-off da BTOW. As posições compradas em Magazine Luiza, Arezzo, Petz e Raia Drogasil também contribuíram positivamente. Uma das maiores movimentações do mês foi, justamente, a zerada do Short em AMER3.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Após o resultado do Santander, e atentos ao impacto de mudanças tributárias discutidas no congresso (JCP, IVA..), continuamos reduzindo nossas posições em Instituições Financeiras Brasil (aumento dos Shorts em Santander, Bradesco, B3) e zerando nossa posição comprada no BTG Pactual, mantendo as exposições compradas no Banco do Brasil e no Itaú, além de iniciar Long em Banorte (que veio com resultado bom e um Guidance 2023 acima das nossas projeções).

### **Hogan Absoluto FIM**



## Iguana Investimentos

### Rendimento do Seleção Saturno

O Seleção Saturno Multimercado rendeu no mês de janeiro 0,86%, equivalente à 77% do CDI.

No ano rende 0,86%, equivalente à 77% do CDI.

Em 36 meses o fundo rende 8,20%, equivalente à 38% do CDI.

Em 48 meses o fundo rende 22,09% equivalente à 78% do CDI.

Em 60 meses o fundo rende 32,82% equivalente à 90% do CDI.

Desde o início, o fundo rende 41,79%, equivalente à 100% do CDI.

### Janelas

Mostramos abaixo que, desde o início do fundo, considerando que a cada dia útil se fecham as janelas, tiveram:

1126 janelas de 12 meses, com média de rendimento de 112% do CDI, sendo 45% acima do CDI, 26% acima de 150% do CDI, 44% abaixo do CDI e apenas 11% negativas.

876 janelas de 24 meses, com média de 108% do CDI, sendo 59% acima do CDI, 20% acima de 150% do CDI, 35% abaixo do CDI e apenas 5,7% negativas.

626 janelas de 36 meses, com média de 107% do CDI, sendo 58% acima do CDI, 8% acima de 150% do CDI e 42% abaixo do CDI e nenhuma negativa.

374 janelas de 48 meses, com média de 107% do CDI, sendo 70% acima do CDI e 30% abaixo do CDI, mas todas acima de 70% do CDI.

124 janelas de 60 meses, com média de 103% do CDI, sendo 85% acima do CDI e 15% abaixo do CDI, mas todas acima de 90% do CDI.

Portanto, fica claro que, quanto mais tempo o cliente fica investido no fundo, maior as chances de ter rendimentos acima do CDI.

### Atribuição de performance do mês

Os fundos Macro contribuíram com 0,66%, Ações Long Only 0,13%, Quant 0,09%, Equity Hedge 0,01%, Ações Long Biased -0,06%, Caixa +0,10% e Custos -0,08%.



## Estratégia

Em janeiro, os fundos macro tiveram bons ganhos nas curvas de juros e moedas globais. Os fundos de ações locais aproveitaram bem a alta da bolsa, enquanto as outras estratégias não tiveram retornos expressivos.

Diminuímos mais um pouco o risco da carteira, dando preferência para os fundos Macro, que tem aproveitado muito bem as oportunidades nas curvas de juros e moedas globais. Temos diminuído as outras estratégias, sendo mais rigorosos nos critérios de seleção.

A carteira continua com excelentes fundos, com boa diversificação e bem equilibrada, com estratégias que navegam bem em qualquer cenário.

Carteira do Fundo Seleção Saturno:

Fundos Macro, aumentou de 51,8% para 55%

Asa Hedge 2,9%, Ibiuna Hedge STH 5,7% (fechado), Capstone Macro 8% (fechado), Vinland Macro Plus 3,4% (fechado), Vinland Macro 3,5%, Clave Alpha Macro (fechado) 5,7%, Gap Absoluto 3,3%, Tenax Macro 2,3%, Arg Hike 1,7%, Absolute Vertex 5,7%, Vista Hedge 3,8% (fechado), Neo Multi 2,5%, Neo Provectus 0,6%, Legacy Capital 5,8% (fechado).

Fundos Quant, diminuiu de 10,6% para 8,4%

Clave Cortex 1,4%, Daemon Nous Global 1,7%, Garde Pascal 0,6%, Giant Zarathustra 4,7%.

Fundos Equity Hedge, diminuiu de 19,5% para 16,4%

Solana Equity Hedge 4,2% (fechado), Moat Equity Hedge 3,8%, Lato Lsh1 2,7%, Real Investor FIM 2,9%, 3R Genus Hedge 2,8%.

Fundos de Ações Long Biased, aumentou de 5,5% para 5,6%

3R Cedar 0,8%, Tenax Total Return 1,2%, Vinci Total Return 0,7%, Absolute Pace 1,2%, Moat Long Bias 0,5%, Mar Absoluto 1,3%.

Fundos de Ações Long Only, diminuiu de 5,7% para 4,6%

Tarpon GT 1% (fechado), Guepardo 0,5%, Charles River 1,1%, Avantgarde 0,5%, Forpus Ações 0,5% (fechado), Trígono Flagship 30 1% (fechado).

Fundo de Caixa, aumentou de 7% para 10%

BTG Pactual Yield DI, tende a sempre ter de 5 a 10% para oportunidades, liquidez e proteção.



## Janeiro

A inflação desacelerou no mundo, o que fez as curvas de juros caírem, favorecendo as bolsas. O inverno quente na Europa ajudou a diminuir os custos de energia. A reabertura da China acelerou a atividade e favoreceu às commodities. O dólar se enfraqueceu.

O Brasil se favoreceu pouco da melhora internacional, pois o governo tem mostrado pouca preocupação em criar um novo arcabouço fiscal e o Lula continua com um discurso agressivo contra o Banco Central e os juros altos, sinalizando o pior lado do governo Dilma, bem pior do que o mercado esperava.

A bolsa subiu e o dólar caiu, mas menos que no exterior, os juros subiram.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Cenário Internacional: O FED gerou forte ânimo nos mercados na reunião do dia 01/02/23 mostrando que a inflação entrou em fase de queda de forma mais clara. Mas no dia 03/02/23, dados do mercado de trabalho vierem bem fortes, mostrando que a batalha contra a inflação ainda não está vencida.

De todo jeito, os bancos centrais do mundo vão chegando ao fim dos processos de alta de juros, mas por quanto tempo os juros ficarão altos é a questão que vai direcionar os mercados.

As bolsas podem sofrer ainda, enquanto o FED não parar de vez de subir os juros.

Os países emergentes se favorecem da reabertura da China, da alta das commodities, da queda dos juros e do dólar, além dos investimentos estrangeiros.

Cenário Brasil: Lula continua com o pior discurso possível na parte econômica, atacando o efeito e não a causa dos juros altos, semelhante à Dilma. Os ministros tentam amenizar o discurso e mostrar preocupação com a parte fiscal, mas têm pouca credibilidade.

Desta forma, as expectativas de inflação sobem mais, os juros sobem mais e o cenário econômico se deteriora.

A curva de juros em alta, e o cenário bom para emergentes, não deixam o dólar subir, então fica de lado. E as ações que dependem de juros baixos, seguem sofrendo, enquanto as ligadas à commodities, não deixam a bolsa cair muito.

O caso Americanas afetou os grandes bancos. Os juros altos aumentam o risco das empresas muito endividadas. Fica mais difícil de esconder fraudes também.

### **Iguana I-Track FIM / Seleção Saturno FIC FIM CP**



## **Impacto Investimentos**

Desconfiança do novo governo e indefinição dos rumos da política fiscal

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Maior clareza de como o novo governo irá jogar com o Congresso, melhor definição sobre inflação e política monetária global

### **Impacto Valuation FIA BDR Nível I**



## Indie Capital

O primeiro mês do ano foi marcado pela alta nos principais ativos globais. A expectativa de estarmos nos aproximando do pico de juros americanos em 2023 em decorrência de uma inflação em desaceleração e perspectivas de resultados melhores que o esperado das empresas americanas tanto no 4T22 quanto em 2023, especialmente no setor de tecnologia, trouxeram alívio e maior apetite a risco ao longo do mês.

Localmente, apesar de ser um mês marcado por muita volatilidade por conta de (i) início conturbado do novo governo, com discurso mais heterodoxos que o esperado, e da invasão do congresso nacional e (ii) divulgação de inconsistências contábeis da Americanas e pedido de RJ e receio sobre efeito cascata no mercado de crédito de varejo, o Ibx subiu 3,5%, puxado principalmente pela alta nos setores de mineração e petróleo.

No período, o Indie FIC FIA subiu 3,5%, sendo os principais contribuidores as posições dos setores de logística e materiais, enquanto as posições de serviços financeiros foram os maiores detratores. Ao longo do mês reduzimos nossa exposição a petróleo e aumentamos consumo.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Apesar da incerteza sobre qual política fiscal o novo governo deve perseguir e sobre sua postura em relação as empresas estatais, enxergamos assimetria favorável para estarmos investidos em uma carteira balanceada com maior exposição a empresas domésticas considerando (i) valuation absoluto e relativo muito atrativo, em que diferença de múltiplos entre o índice small Caps (proxy para ativos domésticos) e IBX está próxima as máximas históricas; (ii) um dos maiores juros reais do mundo com sinais de possível redução nos próximos semestres; (iii) cenário externo favorável com a reabertura chinesa e desaceleração, mais suave que o esperado, das economias dos EUA e Europa.

Nossa carteira continua diversificada com maior exposição aos setores de utilidades públicas e de serviços financeiros.

### **Indie FIC FIA**



## Invexa

O mês de janeiro foi marcado, no campo doméstico, pela antecipação de alguns debates que tomarão a arena econômica em 2023: uma possível alteração da meta de inflação, quando os combustíveis serão reonerados e qual será a nova âncora fiscal. No campo político, tivemos um lamentável episódio de invasão do Congresso e STF em 8 de janeiro. Ademais, o mês serviu para os recém-eleitos buscarem um posicionamento em duas eleições muito importantes: tanto para o presidente da Câmara de Deputados, quanto do Senado Federal. Na cena externa, os dados da economia americana seguem mostraram um leve esfriamento da inflação; na zona do Euro, preços de energia e alimentação em queda, também são uma boa notícia; na China, após um ano de baixo crescimento, a expectativa é de uma reabertura robusta. Dentro de todo esse caldeirão, os riscos de uma possível recessão mundial caíram consideravelmente, mesmo ainda não tendo sido completamente eliminados.

No Brasil, janeiro foi um mês que visto do retrovisor poderia ser rotulado de tranquilo para a renda variável. Com o Congresso em recesso e sem balanços ou dados econômicos relevantes, era de esperar mar calmo. Mas a notícia do rombo contábil das Lojas Americanas (AMER3), inicialmente de R\$20 bilhões, chacoalhou o mercado. O papel, negociado em torno de R\$10, caiu para R\$1,80 e depois para R\$0,75. Fora do mercado de capitais, mas ainda na arena econômica, o debate sobre a ideia de mudança da meta de inflação - supostamente, alterar o centro da meta de 2024 de 3% para 4,5% entrou em cena. Alguns estudos mostram, em caso de mudança, que a SELIC poderia subir para 15% a.a., apenas para acomodar as novas expectativas. Ademais, o mercado segue aguardando sinalização do governo eleito sobre a nova âncora cambial, já que o teto de gastos foi praticamente suplantado. Por fim, segue a expectativa que os tributos federais voltarão a onerar os combustíveis a partir de março, mesmo não havendo ainda uma data publicada pelo governo. Talvez a notícia foi retardada, já que o executivo estava empenhado na reeleição dos dois presidentes do Congresso Nacional (Lyra e Pacheco).

A economia americana segue em processo de acomodação. Por um lado, o mercado de trabalho segue robusto. Os Estados Unidos criaram 517 mil vagas de trabalho fora do setor agrícola em janeiro - o esperado era ao redor de 190 mil. A taxa de desemprego ficou em 3,4%, com 5,7 milhões de desempregados. Por outro, o FOMC - o COPOM deles - majorou em 25 pontos base a fed funds rate, para o intervalo entre 4,50% - 4,75% a.a. Mercado ainda espera uma nova alta de mais 25 pontos, estacionando a taxa terminal em 4,75%-5,00% a.a.



De acordo com Powell, o chairman do FED, ainda há muito trabalho a ser feito. Por mais que os números mostram um arrefecimento no CPI (o IPCA deles), uma parte importante do índice segue sem evidenciar um arrefecimento mais evidente. Em suma, alguns itens seguem pressionados.

Na Europa, também há boas notícias. O arrefecimento da inflação segue seu curso. O CPI da Zona do Euro recuou para 8,5% na prévia de janeiro, bastante impactado pela queda dos preços de energia. O inverno menos rigoroso colaborou para uma forte desaceleração nos preços. Contudo, a situação é análoga a americana. O núcleo da inflação segue pressionado, em 5,2% na janela de 12 meses. O mercado projeta taxas terminais entre 4% e 4,5% a.a. para a Zona do Euro.

Na China, as perspectivas para o ano são bastante positivas. Após um 2022 mais fraco - crescimento de 3% - o país prepara-se para voltar a normalidade após extinguir a política de Covid-zero. Há a promoção de uma abertura mais rápida e sustentável nesse primeiro trimestre, conforme evidenciado através de indicadores de mobilidade, tanto os urbanos como em estradas. Sobre a pandemia, salvo novas ondas provenientes do feriado lunar, há consenso que o pior ficou para trás. A expectativa é que o PIB chinês cresça entre 5% e 6% em 2023.

**Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Seguimos com estratégia neutra, bastante cautelosos com o mercado de renda variável doméstico e aguardando dados e sinalizações de inflexão. O "tudo pode acontecer" nos leva a ser mais desconfiados do que normalmente somos.

**Invexa Inter Ibovespa FIA**



## Iridium Gestão de Recursos

Apollo: No mês de janeiro, o fundo obteve um retorno de +0,54% (48,28% do CDI), ficando abaixo do benchmark e do seu objetivo de desempenho. O mês foi marcado pela notícia da inconsistência contábil da Americanas, que culminou em seu pedido de Recuperação Judicial. Antes do fato, nossa posição em debêntures da Americanas era de 0,65% do PL e considerando provisionamento e vendas de uma pequena parte da posição que fizemos terminamos o mês com 0,06% do PL (com o ativo marcado a aproximadamente 10% do valor de face, o que gerou em uma contribuição no resultado de -0,58%). Segue a atribuição de performance: Títulos Públicos: +0,62%; Debêntures: -0,28%; FIDCs: +0,03%; Títulos Bancários: +0,20%; Outros Ativos: +0,01%; Hedge: 0,00%; e Custos: -0,04%.

Pioneer: No mês de janeiro, o fundo obteve um retorno de +0,57% (51,14% do CDI), líquido de imposto para investidores PF, ficando abaixo do benchmark e do seu objetivo de desempenho. Infelizmente tivemos um resultado aquém do objetivo de retorno do fundo no mês de janeiro. O retorno foi prejudicado pela abertura das taxas, tanto das NTN-Bs quanto dos spreads de crédito nos papéis de maior duration. Segue a atribuição de performance: Títulos Públicos: +0,08%; Debêntures Lei 12.431: +0,42%; Outras Debêntures: 0,00%; Títulos Bancários: +0,02%; Outros Ativos: 0,00%; Hedge: +0,12%; e Custos: -0,07%.

Rhino: No mês de janeiro, o fundo obteve um retorno de +4,29% (0,92% acima do Ibov), ficando acima do benchmark e do seu objetivo de desempenho. Apesar de um início de ano conturbado no cenário local com os atos em Brasília, que culminaram com a invasão do Congresso e do STF, o mês acabou sendo positivo para os principais índices de bolsa no Brasil. Entretanto, por ora enxergamos esta alta mais como um movimento de ajuste frente às relevantes quedas sofridas nos dois últimos meses, uma vez que as incertezas tanto em relação à trajetória fiscal brasileira quanto ao contexto inflacionário atual ainda persistem, o que acaba por postergar o início do ciclo de redução na taxa de juros. Importante notar que apesar do mês positivo para as ações, as taxas de juros de longo prazo apresentaram alta, evidenciando que não houve melhora material na percepção de risco dos investidores com relação ao Brasil.

### Perspectivas para o mês de fevereiro:

Apollo: Por enquanto, pretendemos manter a posição de Americanas, que entendemos estar marcada em nível suficientemente conservador, e tentar uma recuperação maior na RJ.



Do lado positivo, como o fundo vinha carregando uma posição bem confortável de caixa, conseguimos comprar alguns ativos high grade de prazo curto a taxas bastante atrativas nos dias que se seguiram ao evento, uma vez que alguns outros fundos foram forçados a vender ativos para honrar resgates. Mesmo assim, continuamos com uma posição de liquidez elevada de 49,61% do PL. Além disso o carregamento aumentou em 0,10p.p. indo de CDI + 0,53% para CDI + 0,63%. Carregamento atual do fundo: CDI + 0,63%a.a. (104,94% do CDI). Duration da carteira de crédito: 1,96 anos.

Pioneer: Ao longo do mês, acabamos aumentando um pouco a proteção para movimentos da curva de juros (NTN-B), pois acabamos realizando a venda de alguns papéis sem reduzir proporcionalmente o hedge. Terminamos o mês com uma posição de liquidez de 10,22% do PL, o que consideramos saudável. Carregamento atual do fundo: CDI + 0,75%a.a. (105,85% do CDI). Duration da carteira de crédito: 4,16 anos.

Rhino: A ausência de sinais positivos da economia, somada a piora nos juros, nos levou a reduzir algumas posições que apresentaram expressiva alta. Dessa forma, a posição de caixa subiu de 8% para 11% do PL. Caso persista a tônica de alta nas ações sem o suporte de uma visível melhora da percepção de risco, este percentual de caixa poderá se elevar. Se o noticiário político-econômico não trouxe grandes novidades em janeiro, o mesmo não podemos dizer sobre o setor de varejo, que foi pego de surpresa com o caso da Americanas. Importante ressaltar que não tínhamos exposição a empresa, mas sim em uma de suas concorrentes, o Mercado Livre, que acabou se beneficiando após o ocorrido. As 10 maiores posições: Itaúsa; BTG; Cosan; Bemobi; Aliansce; Neoenergia; Iguatemi; Plano & Plano; Unifique; e Vale.

**Iridium Rhino FIA / Iridium Apollo FIRF CP LP / Iridium Pioneer FI Incentivado Infraestrutura RF CP**



## Itaú Asset Management

Na China, a política de covid-zero apresentou forte melhora nos últimos meses, com o governo tornando a reabertura uma realidade. Algo que deve ocorrer ao longo de 2023 e trás maior otimismo para a recuperação da atividade no país.

Na Europa preços relacionados a energia arrefecem na margem, no entanto o BCE (Banco Central Europeu) continua com postura “Hawk”.

Nos Estados Unidos o Federal Open Market Committee (FOMC) decidiu por uma elevação de 0,25% em sua taxa básica, agora entre 4,50% e 4,75%. O ritmo de alta desacelera em relação aos 0,50% anteriormente empregados, mas a autoridade monetária tenta indicar uma postura ainda forte, evidenciando que existem melhoras na inflação, mas que ela segue elevada (“inflation has eased somewhat but remains elevated” nas palavras do comitê). Para frente fica o questionamento de economistas e do mercado quanto ao real posicionamento “Hawk” do comitê e momento de pausa no ciclo de alta de juros a depender dos próximos dados.

Sobre atividade econômica, já observamos alguma desaceleração na margem, com possível arrefecimento do consumo das famílias.

Especificamente sobre o mercado de trabalho, dados apontam para uma melhora em menor velocidade do que o observado anteriormente. Por exemplo, quedas recentes na taxa de desemprego tem sido acompanhadas por menores taxas de participação.

Sobre IPCA, as últimas divulgações mostram um quadro geral mais benigno, com preços de bens industriais em clara tendência de queda e serviços apresentando início de arrefecimento. Surpresas altistas parecem estar presentes em itens voláteis.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Nos Estados Unidos, seguimos observando dados correntes fortes, como por exemplo no mercado de trabalho. Por outro lado, dados antecedentes apontam para desaceleração. No geral, devemos observar uma desaceleração da atividade com recessão leve e lenta convergência da inflação para a meta. Ambiente que tem corroborado para um enfraquecimento do dólar.

Os Bancos Centrais de países desenvolvidos indicam que observam persistência no avanço dos preços (sobretudo serviços) e que devem agir com cautela.



2023 terá como plano de fundo a análise sobre o momento ideal de parada nas altas de juros nos países desenvolvidos, com emergentes já podendo contemplar cortes.

Para 2023, por um lado novos estímulos relacionados à possível aprovação da PEC de transição podem elevar um pouco as projeções de crescimento, por outro a manutenção de uma taxa básica de juros por período mais prolongado conterà maiores otimismo com a atividade. Uma visão que também impacta pouco otimismo para o crescimento em 2024.

No início de fevereiro o Copom anunciou a manutenção da taxa Selic em 13,75% ao ano. Apesar da decisão ter vindo em linha com o esperado, a comunicação do Copom foi mais “Hawk”, sinalizando que os juros podem ficar parados por mais tempo em relação ao indicado no Focus. Corroboram essa visão fato de o BCB ter se mostrado mais preocupado com a piora das expectativas de inflação para prazos mais longo e seu tom mais duro com relação ao risco fiscal.

Tendo em vista a sinalização do Copom e o cenário de inflação, em um ambiente de elevada incerteza e riscos em relação a política fiscal, vemos como mais provável a manutenção da Selic em 13,75% por pelo menos até o quarto trimestre de 2023.

**Itaú Optimus Distribuidores FIC FIRF LP / Quantamental Hedge FIC FIM / Itaú Optimus Titan FIM / Itaú Hunter Total Return FIC FIM / Itaú Legend Distribuidores FIC FIRF LP**



## JGP Gestão de Recursos

O mês de janeiro foi positivo em termos de desempenho dos ativos de risco globais. O índice S&P 500 da bolsa norte-americana subiu 6,2%, enquanto as taxas de juros dos títulos do tesouro tiveram redução de aproximadamente 22 pontos-base nos títulos de 2 anos e 37 pontos nos títulos de dez anos. O “Dollar Index”, índice que mede o valor do Dólar americano contra uma cesta de moedas teve queda ao longo do mês, demonstrando claramente um aumento da procura por mais risco e diversificação para outras moedas. O Euro teve valorização pequena contra o Dólar, passando de 1,0750 para 1,0863. Esse movimento favorável dos mercados pode ser entendido à luz de indicadores de atividade mais fracos divulgados ao longo do mês. O destaque ficou para o ISM do setor de serviços, índice que mede o sentimento dos gerentes das empresas de serviços, e que teve uma queda forte, o que indica um esfriamento da economia norte-americana. Isso deveria reduzir o ímpeto do Federal Reserve (Fed) de continuar apertando a política monetária.

Em relação a China, a reabertura foi o principal tema do mês. No fim de 2022, o país promoveu uma súbita mudança de política econômica. As medidas de restrição de mobilidade relacionadas à Covid foram abandonadas, houve estímulos para o setor de construção civil, que vinha enfrentando problemas e, mais recentemente, parece haver uma reversão das políticas de aperto regulatório ao setor de tecnologia.

No que diz respeito ao Brasil, o tópico de destaque continua sendo o lado fiscal. Depois da PEC do aumento de gastos aprovada em dezembro, o novo governo se esforçou para trazer notícias positivas em janeiro. O ministro da fazenda, Fernando Haddad, apresentou um plano para recuperar algumas receitas perdidas pelas isenções de impostos, bem como propostas de recuperação de litígios tributários. Ademais, disse esperar gastar menos do que o autorizado com os programas sociais. Apesar do discurso positivo na área fiscal, menções do presidente da República à uma possível mudança da meta de inflação, motivou um movimento de deterioração das expectativas por parte dos analistas. Em relação ao movimento dos ativos financeiros no mês, houve uma expressiva valorização do Real contra o Dólar (4%), fruto do ambiente global favorável e dos juros altos no Brasil (carrego). No entanto, a curva de juros se deslocou para cima, mesmo com dados de inflação favoráveis, o que pode ser creditado à falta de credibilidade da política fiscal e às desconfianças sobre mudanças da meta de inflação. O mercado de ações, por sua vez, teve um bom desempenho. O índice Ibovespa ganhou 3,4% no mês na esteira da boa performance global.



**Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Nos últimos meses, os ativos financeiros estão respondendo positivamente aos dados que indicam possibilidade de taxas de juros menores e vice-versa. As considerações de que um esfriamento da economia ou até mesmo uma recessão podem ser negativos para as empresas estão ficando em segundo plano. Isso talvez venha do fato de que nos últimos anos os bancos centrais dos países desenvolvidos promoveram um grande aumento da liquidez, que foi positivo para os ativos financeiros, mas teve pouco efeito real sobre a economia em termos de crescimento.

Na China, espera-se para 2023 uma forte reação da economia chinesa, que deve ser puxada principalmente pelo setor de serviços, como ocorreu em outros países que passaram pela reabertura.

No Brasil, o novo governo deixou claro que pretende apresentar um novo arcabouço fiscal até abril de 2023 e enviar para o Congresso uma reforma tributária que propõe a criação de um imposto sobre bens e serviços em substituição a uma série de impostos em cascata, como ICMS, IPI, ISS e PIS/Cofins.

**JGP Max Plataformas FIC FIM / JGP Debêntures Incentivadas FIC FIM CP / JGP Select FIC FIM CP / JGP Equity FIC FIA / JGP ESG FIC FIA**



## Joule Asset Management

A inflação nos EUA começa a dar sinal de acomodação até mesmo no apertado mercado de trabalho. O mundo parece muito melhor hoje do que há 60 dias atrás. O risco de uma recessão mais grave em consequência de monetary overkill está praticamente descartado. Os piores prognósticos sobre a recessão na Europa e a crise energética em um inverno mais frio que o usual também não se materializaram. Os mercados reconhecem a reabertura da China que ocorrerá sem período de transição, portanto sem prejudicar a produção. Esse processo ainda deve impulsionar mais o setor de serviços com maior reflexo na atividade interna, sem exportar grandes pressões inflacionárias para o resto do mundo. Por fim o dólar arrefece trazendo fôlego para alocações em mercados emergentes especialmente para o Brasil. Para os investidores estrangeiros, somos um derivativo de China, com um ambiente institucional mais organizado que boa parte dos nossos pares, suportados por um câmbio flutuante, reservas cambiais e um banco central independente. Temos uma economia com mais de 200 mm de habitantes, demanda para investimento em diversos setores. Nosso mercado de ações é visto como "deep value" - negociamos a múltiplos muito baratos em termos históricos e relativos. Temos ainda um fator "técnico" atrativo: os locais estão pessimistas, muito subalocados ou com posições vendidas após meses de saída de ações para produtos de juros. Por fim estamos em um sweet spot por estarmos no pico do aperto monetário suficiente para acomodar a pressão inflacionária presente e do retrovisor. Sem crises causadas por terraplanismos econômicos poderemos ter muito espaço para ajuste. As mudanças de ciclo monetário são os gatilhos mais óbvios para os gestores.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Qualquer notícia minimamente positiva pode corrigir fortemente muitas assimetrias criadas nos últimos 18 meses. Em especial posições relacionadas à economia doméstica e empresas com duration mais longo que serão as mais beneficiadas pela normalização dos juros. Esse é o caso da grande maioria da nossa carteira. Nesse momento os locais continuam sofrendo para tentar "separar o sinal do ruído" (termo exaustivamente usado na Faria Lima). Se ainda continuamos ouvindo discursos de palanque, como se ainda estivéssemos na disputa eleitoral temos clareza que o governo não havia se antecipado em termos de planejamento, mas claramente sabe que sua sustentação política depende de um novo arcabouço fiscal minimamente crível e da articulação de uma reforma tributária. Está bastante claro que o mercado que hoje pressiona o governo aceitará até mesmo algo medíocre, desde que não se flerte com qualquer manipulação da âncora monetária.



Não precisamos contar com um governo extremamente ortodoxo na economia, mas apenas minimamente razoável. Nossa cota fechou o mês com 5,57% de alta o que esperamos ser o primeiro de outros bons resultados à frente. Nota sobre Americanas: tínhamos cerca de 3,8% do nosso patrimônio comprado em ações da empresa. Tivemos um impacto negativo de cerca de 3%, felizmente compensados pela alta da nossa posição em MGLU3 (+46% desde 11/01). Nossa alocação em MGLU3 era o dobro da posição em Americanas.

**Joule Value Classic FIC FIA / Joule Value FIC FIA**



## Kadima Asset Management

As principais contribuições positivas para o desempenho do fundo durante o mês de Janeiro vieram dos modelos seguidores de tendência de curto prazo operando os mercados locais de dólar e índice Bovespa. Adicionalmente, os modelos de event-driven, que operam ações americanas, o de alocação sistemática entre diferentes classes de ativos e os modelos seguidores de tendência de longo prazo operando minério de ferro também contribuíram positivamente para o resultado do fundo. No lado negativo, os modelos seguidores de tendência de longo prazo operando os mercados de dólar e juros locais, bem como o modelo de fatores na versão long-short operando ações brasileiras e os modelos seguidores de tendência de curto prazo operando platina e prata foram os principais detratores de performance no período.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Durante o processo de desenvolvimento e seleção dos algoritmos que utilizamos na gestão de nossos fundos, buscamos aqueles que consigam gerar retorno de longo prazo consistente com o risco assumido. Faz parte deste processo a busca pela minimização de perdas em períodos de menor aderência dos modelos, isto é, durante os cenários de mercado desfavoráveis em relação aos drivers de performance das estratégias que compõem o portfólio dos fundos. Isso significa que buscamos depender o mínimo possível de cenários diversos nos mercados operados, ainda que evidentemente existam momentos melhores e piores para cada uma das estratégias.

A maior alocação de risco do fundo segue nos modelos seguidores de tendência de curto prazo, que historicamente tem um melhor desempenho médio em cenários de maior volatilidade. Contudo, apesar de ainda ser esta a maior alocação de riscos do fundo, parte desta alocação atualmente foi transferida para os modelos seguidores de tendência de médio e longo prazos.

**Kadima High Vol FIC FIM / Kadima II FIC FIM / Kadima Long Short Plus FIC FIA / Kadima Long Bias FIM / Kadima IMAB FIC FIRF LP**



## Kapitalo Investimentos

Em relação à performance, contribuíram positivamente as posições de juros, bolsa, moedas e commodities.

Em juros, abrimos posições tomadas em África do Sul, aplicadas na Zona do Euro, e mantivemos posições de curvatura nos EUA e aplicadas no Reino Unido e na Suécia. Reduzimos posições tomadas no Chile e vendidas em inflação no Brasil.

Em bolsa, mantivemos posições compradas e de valor relativo em ações brasileiras e posições vendidas em índices globais.

Em moedas, aumentamos posições compradas no peso mexicano, no iene japonês e no real brasileiro e reduzimos posições compradas no dólar australiano. Mantivemos posições vendidas no dólar neozelandês, na libra esterlina, no peso chileno e no peso colombiano.

Em commodities, abrimos posições compradas no gás natural e vendidas na soja. Mantivemos posições compradas no petróleo e no ouro e vendidas no paládio, no açúcar e na soja.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Observamos um ritmo menor no aperto monetário das principais economias. Em paralelo, o prosseguimento da reabertura econômica chinesa pode beneficiar ainda mais as cadeias produtivas globais.

Nos EUA, a atividade mais moderada e desaceleração da inflação permitiram o Fed a desacelerar o ritmo de altas da taxa de política para 25bps em fevereiro.

Na Europa, o sentimento com cenário de atividade e inflação continuou melhorando, com perspectivas mais positivas para o preço do gás. O ECB deve manter o ritmo de alta em 50bps na próxima reunião.

Na China, a melhora nos indicadores de alta frequência deve refletir em uma retomada de atividade já no primeiro trimestre de 2023.

No Brasil, atividade mais fraca e núcleo de inflação em queda nos faria antecipar a projeção de queda de Selic, mas os sinais de política econômica vão no sentido oposto. Quanto a política fiscal de longo prazo, só teremos alguma clareza extra após divulgação do novo arcabouço em abril.

**Kapitalo Kappa D FIQ FIM / Kapitalo K10 FIQ FIM / Kapitalo Alpha Global FIC FIM / Kapitalo Tarkus FIC FIA / Kapitalo Zeta FIC FIM**



## Leblon Equities

### LEBLON AÇÕES II INSTITUCIONAL FIC FIA

Em janeiro, o fundo teve um retorno de 5,8% contra 3,4% do Ibovespa.

As principais contribuições positivas foram Grupo Pão de Açúcar (+1,4 p.p), Natura (+1,2 p.p) e Priner (+0,9 p.p). Os detratores foram Mills (-0,7 p.p), BTG (-0,4 p.p) e Eletrobras (-0,1 p.p).

Desde o início, em março de 2017, o fundo acumula retorno de 54,8%, o que equivale a um retorno anualizado de 7,8%.

No mês, aumentamos a posição em CCR e Brisanet.

### LEBLON AÇÕES FIC FIA

Em janeiro, o fundo teve um retorno de 7,5% contra 3,4% do Ibovespa.

As principais contribuições positivas foram Uber (+1,5 p.p), Grupo Pão de Açúcar (+1,2 p.p) e Natura (+1,1 p.p). Os detratores foram Mills (-0,6 p.p), BTG (-0,4 p.p) e Eletrobras (-0,1 p.p).

Desde o início, em setembro de 2008, o fundo acumula retorno de 284,4%, o que equivale a um retorno anualizado de 9,9% (Ibov 6,0%).

No mês, aumentamos a posição em CCR e Brisanet.

### Perspectivas para o mês de fevereiro:

-

### Leblon Ações II Institucional FIC FIA / Leblon Ações FIC FIA



## Legacy Capital

O fundo apresentou desempenho positivo em janeiro, mas abaixo do CDI. As posições em renda fixa local e externa e o livro sistemático contribuíram positivamente para o resultado, no que foram parcialmente contrabalançadas pelas perdas nas posições de bolsa e crédito locais.

O newsflow econômico local foi repleto de notícias desfavoráveis, com destaque para a discussão com respeito à mudança da meta de inflação; a utilização do balanço do BNDEs para o financiamento de obras em outros países, e até uma proposta para a concepção de uma moeda comum entre o Brasil e a Argentina. Em especial, vemos a discussão sobre elevação da meta de inflação como muito danosa à estabilidade macroeconômica do país, pois tem o potencial de elevar as expectativas de inflação de prazo mais longo de forma relativamente rápida – processo que já se encontra em andamento, e acelerado por este debate. O país, no entanto, vem se beneficiando da boa situação macroeconômica herdada do governo anterior e do ambiente global favorável à commodities e países emergentes, que vem contribuindo para a apreciação dos ativos locais, a despeito da pauta econômica ter-se tornado desfavorável a um ambiente de estabilidade e crescimento.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Diminuimos as posições vendidas em bolsa, ante o cenário externo marginalmente mais construtivo. Seguimos com posição comprada em petróleo. Mantemos também posição simultaneamente vendida em USDMXN e Mexbol, por motivos já explicados em cartas anteriores. No Brasil, preferimos manter exposição através de travas – como a simultaneamente vendida em USDBRL e bolsa (ou tomada em juros, em substituição à venda de bolsa).

### **Legacy Capital FIC FIM / Legacy Capital II FIC FIM**



## Logos Capital

Em janeiro, o Fundo Long Biased (LB) rendeu 1,7%, superando seu benchmark em 40 bps.

Podemos destacar, do lado positivo, a ação da Companhia Brasileira de Alumínio (CBA). Com a reabertura da China, vimos o preço do alumínio sendo pressionado em janeiro. A commodity saiu de cerca de US\$ 2.4 mil para US\$ 2.6 mil no mês. Vale comentar que este é um case que temos a mais de um ano na carteira, desde seu IPO, e acreditamos que o futuro demandará mais energia limpa – onde o alumínio deve ser um dos principais metais para viabilizar esta transição. Apesar dos desafios de curto prazo, continuamos com esta tese no nosso portfólio.

Do lado negativo, destacamos a Sabesp. Seguimos acreditando em uma melhora de eficiência com nova governança, seguida de uma eventual privatização. Adicionalmente, vimos esforços do governador de São Paulo, Tarcísio de Freitas, em prol da privatização da mesma. Sendo assim, por mais que sua performance tenha sido negativa, continuamos com nossa posição.

O Fundo Total Return (TR) rendeu 14,2% em janeiro, superando seu benchmark em 1310 bps. Vale lembrar que o Fundo TR possui a mesma carteira de ações do Fundo LB, podendo adicionar outras posições, além de outros mercados – como juros, moedas e commodities, tanto de forma direcional, quanto como hedge. Por isso, é considerado um produto mais arrojado. Dessa forma, os mesmos setores e empresas que impactam o desempenho do LB também afetaram o TR. Neste mês, nossas exposições adicionais em ações offshore foram o destaque positivo.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Para 2023, continuamos bastante reticentes com a perspectiva da Petrobrás, pois (i) uma eventual modificação da lei das estatais provocaria muita incerteza, (ii) mudanças na política de preços da empresa podem gerar uma grande revisão na geração de caixa e (iii) novos investimentos podem ser aprovados com retornos duvidosos para os minoritários. Sendo assim, estamos investindo no setor através das junior oils, como a 3R e a Petroreconcavo. No setor de utilities, seguimos confiantes em saneamento, com a nossa maior exposição dos fundos sendo Sabesp.

**Logos Long Biased II FIC FIA / Logos Long Biased FIC FIM / Logos Total Return FIC FIM**



## M8 Partners

### Análise Macro:

#### The January Effect

Iniciamos o ano de 2023 com um “rebound” nos mercados internacionais e nos ativos de risco, com forte desempenho dos mercados em janeiro, após um dezembro mais volátil. Muito por conta dos mercados seguirem precificando uma redução dos juros americanos já em 2023 e um dólar fraco em contraponto as expectativas do FED de uma taxa terminal acima de 5% para o FED Funds. Após uma maior preocupação com a recessão em dezembro, os dados econômicos em janeiro confirmaram não só um PIB mais otimista no 4Q (2,9% vs 2,6% de expectativa), como uma maior resiliência na atividade, principalmente serviços e no emprego, com o Payroll em crescimento e desemprego caindo. Além disso, o cenário para a China volta a ser de crescimento mais acelerado e com impulso governamental, enquanto na Europa os dados começam a vir menos ruim que as expectativas. Com os dados econômicos não confirmando uma desaceleração, um cenário de dólar fraco (-1,48% vs EUR e -3,88% vs BRL) e com juros americanos em queda (UST10yrs. -37bps em janeiro), tivemos as condições perfeitas para o aumento de risco. Com isso as bolsas globais fecharam com forte ganhos (SPX +6,18%, NASDAQ +10,7%, Eur Stoxx +9,75%, Shanghai +5,4%), bem como os mercados emergentes onde o EMBI global fechou 6bps, juntamente com o CDS dos países Latinos (Brazil -23bps e México -11bps). Além disso as bolsas locais também tiveram forte desempenho com Ibovespa fechando a +3,4%, BMV +12,6% e forte apreciação das moedas com destaque para o CLP (+6,3%), por conta do cobre (+11% em janeiro) e o Real se valorizando 3,4% no mês.

No Brasil, apesar do bom desempenho do real e da bolsa puxados pelo o “mood” global, os mercados de juros foram afetados e abriram taxas após fazerem novas mínimas, muito por conta dos discursos do Lula que vociferou contra as metas de inflação, contra o Presidente e a independência do BC, pelo social acima do equilíbrio fiscal, sempre sendo contornado e não desmentido por sua equipe econômica, que até agora só mostrou intenção e não apresentou nada de concreto sobre o arcabouço fiscal e a reforma tributária. Esta última corre o risco de ser tocada mais pelo congresso do que pelo governo.

Neste ambiente, as taxas do DI seguiram bastante voláteis com o DI Jan25 e DI Jan29 caindo 26bps e 50bps durante o mês, fechando em alta de 14bps (12,80%) e 30bps (13,00%) respectivamente.



Nos títulos de inflação, a B2024 fechou 9bps e B2050 abriu 26bps refletindo o maior carregamento de curto-prazo por conta de uma inflação ascendente e acima do break-even (carregamento positivo) e a falta de arcabouço fiscal de longo-prazo levando a abertura da taxa real longa. Em janeiro, o mercado chegou a precificar uma Selic no fim de 2023 de 12,25%, igualando as expectativas do Focus, para fechar o mês precificando 13% às vésperas do Copom. O Copom manteve a Selic em 13,75%, mas com um discurso mais “hawkish” por conta da preocupação fiscal e resiliência inflacionária que seguem acima da meta pelo mercado. Além disso, os dados recentes do Focus já mostram uma ligeira desancoragem da meta para prazos mais longos.

No mercado de crédito, além da volatilidade e abertura na curva de juros que já impactam na marcação a mercado dos títulos privados, tivemos um evento extraordinário com o anúncio de “fraude” contábil nas lojas Americanas, que não somente levou a empresa a pedir uma recuperação judicial, mas deixou um rastro de incerteza na cadeia de comércio e uma grande preocupação no mercado, com o risco sacado e estruturas de financiamentos fora do balanço das empresas. Vimos pela primeira vez ambos os mercados on e off-shore de debêntures (bonds) sofrerem impacto imediato na marcação dos papéis. Dito isto, o evento LAME segue reverberando no mercado e impactando os preços de outras debêntures, devido ao impacto nas carteiras dos fundos DI e RF cujos resgates voltaram a aumentar. Os ajustes nos spreads e preços de mercado já vinham acontecendo desde o ano anterior, mas a partir desse evento e riscos de outros nomes no mercado (CVC, Light, etc.), ele se intensificou abrindo em gaps de 15 a 50bps, muito semelhante ao que vimos em 2019 quando o mercado reprecificou os spreads para uma Selic muito baixa. O mercado ainda segue funcional e longe do que vimos na pandemia. Todavia, o técnico continua ruim com um “bid to offer ratio” de mais de 5 vezes. Apesar disso, vimos um impacto pequeno nos títulos de instituição financeira que se mostram mais defensivos nesse momento.

#### Análise de Crédito:

Iniciamos 2023 com uma das situações mais adversas e surpreendentes dos últimos anos, passando desde um ato contra o patrimônio público com a “invasão” de Brasília no dia 08 de janeiro, pouco depois por inconsistências no balanço das Lojas Americanas após a renúncia do CEO no dia 11 de janeiro e finalmente o fato relevante da Light no dia 30 de janeiro informando a contratação de empresa de consultoria para auxiliar no reperfilamento de sua estrutura de capital. Estes fatores movimentaram de forma negativa as precificações das carteiras de renda fixa e crédito privado gerando grande volatilidade no mercado.



Somando este cenário ao de fechamento do ano de 2022, confirmamos nossas expectativas de momentos ainda incertos para o crédito, com posições mais conservadoras em relação a concessão de crédito para a economia real até que novas medidas do governo relacionadas ao fomento das pequenas e médias empresas sejam divulgadas.

Para os mercados de crédito middle market, especificamente o segmento de duplicatas onde atuam os FIDC's multicedente/multisacado, o mês de janeiro passa pela sua sazonalidade devido ao período de férias das indústrias, acarretando a menor atividade, afetando a geração de recebíveis passíveis de aquisição pelos Fundos. Esse período gera maior posição em caixa e consequentemente prejudica o retorno das cotas subordinadas juniores. Esta situação deverá se reverter a partir do início do mês de março quando usualmente os FIDC's iniciam suas captações.

**Perspectivas para o mês de fevereiro:**

The Brazilian Waltz continue...

O ambiente nos mercados globais ainda se mantém relativamente favorável por conta da expectativa de recuperação de crescimento da China, com impacto positivo para as commodities, melhora em certos indicadores econômicos na Europa e uma economia americana que ainda se mostra resiliente a uma desaceleração econômica, principalmente no aspecto do emprego. Isto até levou uma revisão positiva do crescimento global pelo FMI. Todavia, os números de "employment" surpreenderam muito positivamente (taxa de desemprego de 3.4% vs 3,6% esperado, e crescimento do Non-farm Payroll de 517k diante da expectativa de 188k) colocando o aumento dos juros novamente na mesa. No início de fevereiro tivemos o FOMC que decidiu aumentar o FED Funds em 25bps para 4,50-4,75%, e manteve o objetivo de elevar o FED funds para algo entre 5 a 5,25% como apontado em suas projeções. No mercado, tivemos um leve ajuste nos juros futuros que deixaram de precificar queda em 2023. Isso traz de volta o debate de quanto a economia deve desacelerar para atingir a meta de inflação (2%) em 2 anos, ou dito de outra forma, o quão rápido a inflação tem que começar a cair para que os juros não aumentem mais que o precificado no mercado. Em nossa visão, a possibilidade de encerramento do ciclo de alta no 2 tri de 2023 combinado com um arrefecimento maior das expectativas de inflação é que podem tornar o mercado mais favorável. Contudo, no curto prazo esperamos mais questionamento do mercado relativo aos juros dado que a atividade econômica ainda não dá sinais de arrefecimento, o dólar pode voltar a se fortalecer frente as moedas de G7 e as bolsas voltam a encontrar suporte numa economia que não projeta uma desaceleração significativa.



No Brasil, o governo Lula segue dançando a valsa da vitória dando um passo à frente e dois para trás. Se por um lado demonstra força política com a aprovação da PEC da transição e a eleição do Lira e Pacheco nas presidências da Câmara e do Senado, por outro lado o discurso econômico de Lula nos remete aos modelos fracassados no governo Dilma. Em apenas 30 dias, os discursos de Lula questionaram todos os arcabouços já implementados (responsabilidade fiscal, independência do BC, meta de inflação, Juros, etc.), levando confusão aos investidores e obrigando os seus ministros a apaziguarem as suas falas, mas o que me parece pior é o não desmentido e o não questionamento pelos seus ministros de governo. Além disso, o que foi apresentado até agora parece mais uma intenção de buscar um déficit primário entre 0 e -1% do PIB do que a solução para o problema fiscal brasileiro, que necessita urgentemente de um novo arcabouço fiscal e de uma reforma tributária para solucionar o problema de orçamento e fiscal no longo prazo. Aqui o mercado segue no escuro dado que nem as premissas e objetivos desse arcabouço foram apresentados. A reforma tributária segue ganhando voz com o apoio de Lira e Pacheco, mas o risco está tanto no timing quanto na qualidade da reforma. Nos parece que começa a se desenhar uma reforma feita pelo congresso e as pressas, mais do que uma reforma de governo propriamente dita.

Diante de um cenário de falta de clareza de qual vai ser realmente a política econômica (fiscal e monetária) do novo governo, se a política fiscal e monetária vão se manter em campos opostos, se vamos avançar num arcabouço fiscal que produza superavit primário, estabilize a dívida e controle o avanço dos gastos como percentual do PIB, continuamos vendo um mercado bastante volátil e sem direção para os próximos meses. Além disso, a recente decisão do Copom e a minuta pós Copom sinalizam que os juros devem permanecer elevados por um período longo, dado que a inflação ainda permanece fora da meta até mesmo para prazos mais longos. Além das incertezas citadas, tivemos um começo de ano com significativo evento de crédito que adiciona mais preocupação com o mercado que vem sofrendo paulatinamente desde o segundo semestre de 2022.

Nesse ambiente de indefinição, as perspectivas para os ativos brasileiros seguem sem direcionamento e à mercê da volatilidade e ruídos (positivos e negativos) de mercado. A curva de juros nos parece bem precificada na parte curta, inclusive com algum prêmio, porém a falta de um arcabouço fiscal não permite um maior achatamento na parte longa dos juros. O Dólar segue bastante errático e ainda entre os 5,00 e 5,50 apesar do forte fluxo de entrada nos últimos meses e de os fundamentos de balança, FDI e reserva ainda se manterem favoráveis.



Na bolsa, nós seguimos neutro, apesar do valuation relativo e de boas oportunidades em empresas líderes de alguns setores, acreditamos que a desaceleração econômica esperada para 2023 e os juros (custo de crédito) ainda em patamares elevados vão se fazer sentir mais fortemente nos resultados trimestrais. Por conta disso, seguimos com uma menor alocação ao mercado acionário.

**M8 Credit Strategy Plus FIC FIM CP / M8 Liquidez FIRF Referenciado DI / M8 Credit Opportunities FIC FIM CP / M8 Capital Plus FIRF CP LP**



## Mantaro Capital

Janeiro foi um mês de alta na bolsa brasileira, embora nosso desempenho tenha sido inferior ao das bolsas globais. O mercado ainda se ressentia de uma falta de definição mais firme sobre os rumos da política econômica, e os ruídos causados pelas falas do Presidente agravavam um ambiente que vem sendo marginalmente ajudado pelo cenário externo positivo. A perspectiva de juros elevados por um bom tempo tem levado a uma constante e intensa saída de recursos da bolsa por parte dos investidores locais.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Reavaliamos constantemente as teses de investimento tanto dentro quanto fora da carteira, sempre atentos ao prêmio de risco presente hoje tanto no mercado acionário brasileiro e global e prosseguimos otimistas com as empresas da nossa carteira, tanto com as suas performances operacionais quanto em relação aos seus valuations.

### **Mantaro LB FIC FIM / Mantaro Ações FIC FIA**



## Mapfre Investimentos

Os mercados reagiram positivamente às sinalizações da Fazenda de economias de R\$ 243 bilhões em 2023 e também à reafirmação de independência do BC frente às críticas do governo à política monetária e à meta de inflação. No cenário externo, resultados melhores que o esperado de empresas de tecnologia nos EUA e o reforço das expectativas de encerramento do ciclo de aperto monetário, bem como a reabertura da China e a revisão para cima nas projeções de crescimento do PIB mundial deram tom positivo em janeiro.

O Ibovespa avançou 3%, enquanto o Nasdaq e o S&P 500 avançaram 11% e 6%, respectivamente. O dólar recuou 4% frente ao Real, encerrando o mês próximo de R\$ 5,08 / US\$ 1,00, enquanto no mercado de DIs da B3 as taxas dos contratos incorporaram prêmios em todos os vértices, resultando em maior inclinação da curva de juros.

Nos EUA, recuos nos índices de preços (CPI e PPI) de dezembro aliviaram as expectativas para acomodação da política monetária e fizeram recuar toda a curva de juros, com o vértice de 10 anos fechando abaixo de 3,5%. Os desenvolvimentos positivos foram reconhecidos pelo Fed, o qual reduziu o ritmo de aperto monetário para 25 pontos base e sinalizou elevação adicional de mesma magnitude, condicionando eventual flexibilização da política monetária à desinflação nos preços de serviços e maior moderação no mercado de trabalho.

No Brasil, o BC manteve a taxa Selic em 13,75% a.a. e foi severo em seu comunicado, indicando os riscos fiscais e de desancoragem de expectativas no cenário. Reforçou assim sua independência e compromisso com o cumprimento da meta de inflação, deixando ao mercado a leitura de que as taxas de juros permanecerão nos atuais níveis por período mais prolongado, e serviu de alerta ao governo para o caráter contraproducente das atuais críticas e tentativas de mudança tanto da meta de inflação quanto do atual patamar das taxas de juros.

Em relação à performance dos fundos, na renda fixa a abertura da curva de juros impactou posições pré-fixadas e em juro real, apenas parcialmente compensadas por variações positivas em posições de arbitragem nos vértices longos da curva, resultando numa performance ligeiramente abaixo do benchmark. Nos multimercados, apresentamos uma performance acima do benchmark pela contribuição do retorno fortemente positivo das carteiras de renda variável.



Nestas, a carteira de large caps apresentou ganho de 9,6% no mês (contra ganho de 3,5% do benchmark), enquanto a carteira de small caps apresentou ganho de 11,9% no mês (contra ganho de 2,9% do benchmark). Os destaques positivos foram os setores de mineração & metais, infraestrutura e construção, enquanto os destaques negativos ficaram com os setores ligados a commodities.

**Perspectivas para o mês de fevereiro:**

No próximo mês, o foco dos investidores estará na definição e envio do primeiro pacote de medidas econômicas ao novo Congresso, sobretudo do arcabouço fiscal e reforma tributária. Além disso, os investidores seguirão atentos aos movimentos das autoridades monetárias de economias avançadas em busca de sinais de encerramento de seus ciclos de aperto monetário, bem como os riscos de desaceleração econômica/recessão.

**Mapfre FI Cambial / Mapfre FIRF / Mapfre Inversion FIM / Mapfre Small Caps FIA**



## Meta Asset Management

O Meta Valor FIA atingiu desempenho de 4,90 % versus 3,51% do IBX em janeiro, coincidindo com a performance acumulada de 2023.

O ano se iniciou de forma positiva para o mercado acionário no Brasil, que acompanhou o bom humor global. O Fundo Meta Valor apresentou rentabilidade acima do IBX-100 no mês, decorrente principalmente da boa performance de algumas empresas dos setores de varejo, construção e commodities.

O setor de mineração e siderurgia foi um dos destaques de alta do mês de janeiro, em decorrência da subida de 9,9% do preço do minério de ferro Platts, motivado pela reabertura da China e restrições de novas oferta da commodity. O mesmo movimento altista se observou no preço do aço e do alumínio.

As ações da 3R foram destaque de alta do setor de petróleo, uma vez que as incertezas a respeito do closing das últimas aquisições de ativos da Petrobras vão sendo reduzidas. Apesar de todas as incertezas com relação a nova gestão da empresa, as ações da Petrobras apresentaram bom desempenho no mês, se recuperando parcialmente das quedas anteriores. O valor dos dividendos que serão pagos referentes ao quarto trimestre de 2022 será uma boa forma do mercado avaliar o futuro da companhia.

Já o setor de varejo passou por um momento bastante conturbado em função do escândalo contábil da Americanas, cujas ações recuaram fortemente. Por outro lado, as ações da Magazine Luiza se movimentaram no sentido oposto, sendo o destaque de alta da carteira em janeiro, uma vez que a empresa deverá ser uma das grandes herdeiras do enfraquecimento do comércio online da Americanas. De uma forma geral, o setor apresentou uma boa performance no mês, assim como algumas empresas de construção, com os investidores adicionando ativos domésticos às carteiras.

No setor de bancos, as ações do Banco do Brasil foram novamente destaque positivo, uma vez que as nomeações para CEO e vice-presidentes do banco consistiram em pessoas com larga experiência. Os grandes bancos privados foram penalizados pelo “evento Americanas”, pois terão que reconhecer perdas com os empréstimos realizados. O Itaú é o banco privado com menor exposição. No mês de janeiro, reduzimos a nossa posição no setor.



**Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Após uma melhora no mercado externo, voltamos a olhar o segmento de commodities. Estamos preocupados com a deterioração das expectativas do cenário local, sobretudo com a situação da política fiscal, que pode conter uma queda de juros.

**Meta Valor FIA / Meta 11 Small Cap FIA**



## Moat Capital

### Moat Capital Equity Hedge FIC FIM

- Exposição bruta: 152%
- Exposição líquida: +0,8% (Neutra)
- Destaques positivos: books petróleo, mineração e tech (offshore)
- Destaques negativos: books varejo (Americanas), utilities e intersetorial
- No fechamento do dia 11/01 o fundo tinha 1,81% em AMER3 em pares contra outras varejistas o que causou uma perda de -1.31% (131bps) no mês. A exposição a Amer3 foi encerrada.

Os destaques positivos foram em pares nos setores de petróleo, mineração e tech (offshore). Os pares nos setores de varejo e utilidade pública, juntamente com o intersetorial foram os destaques negativos. A exposição bruta do fundo encerrou em 152% e a exposição líquida próxima do neutro. No fechamento do dia 11/01 o fundo tinha 1,81% em AMER3 em pares contra outras varejistas o que causou uma perda de -1.31% (131bps) no mês. A exposição a Amer3 foi encerrada.

### Moat Capital Long Bias FIC FIM

- Exposição bruta: 192%
- Exposição líquida: 41% (27% comprado em ações no Brasil, e 14% Índice Ibovespa)
- Destaques positivos: Índice Ibovespa e pares intersetoriais globais
- Destaques negativos: carteira comprada e pares intrassetoriais em ações Brasil
- No fechamento do dia 11/01 o fundo tinha 4,30% em AMER3, sendo uma parte na carteira comprada e outra em pares contra outras varejistas, o que causou uma perda de -3.17% (317 bps) no fundo no mês. A exposição a Amer3 foi encerrada.

A exposição líquida do fundo oscilou entre 40% e 70%, encerrando o mês perto de 40% patamar, sendo 27% em ações brasileiras e 14% em Índice. As estratégias no Brasil, tanto relativa quanto a carteira de ações compradas, foram o grande detrator. O destaque positivo ficou para a parcela comprada em Ibovespa e pares globais. No fechamento do dia 11/01 o fundo tinha 4,30% em AMER3, sendo uma parte na carteira comprada e outra em pares contra outras varejistas, o que causou uma perda de -3.17% (317 bps) no fundo no mês. A exposição a Amer3 foi encerrada.



### Moat Capital FICFIA

- Trabalhamos no mês com caixa um pouco acima da média, diminuimos a exposição a varejistas e voltamos a aumentar exposição em petróleo por meio de PETR4 e RRRP3
- Destaques positivos no mês: Banco do Brasil, 3R petróleo e Lojas Renner / Destaques negativos no mês: Americanas, BRF e MRV Engenharia
- No fechamento do dia 11/01 o fundo tinha 8,24% em AMER3 o que causou uma perda de -5.04% (504bps) no fundo no mês. A exposição a Amer3 foi encerrada.

Mantivemos uma exposição em caixa um pouco maior que a média para tentar aproveitar oportunidades no mês, os destaques positivos no mês foram Banco do Brasil, 3R petróleo e Lojas Renner, já os negativos foram Americanas, BRF e MRV Engenharia. No fechamento do dia 11/01 o fundo tinha 8,24% em AMER3 o que causou uma perda de -5.04% (504bps) no fundo no mês. A exposição a Amer3 foi encerrada.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

#### Cenário global

- Dados de inflação e atividade econômica impulsionaram um tom mais dovish do FED ;
- O tom mais dovish do FED impulsionou ativos de risco na segunda quinzena do mês ;
- O mercado segue de olho na reabertura chinesa pós política de COVID zero e feriados ;

As bolsas globais fecharam o mês com uma alta expressiva em grande parte por causa de dois fatores, o primeiro é a reabertura da china com o fim da política de COVID zero impulsionando principalmente as commodities já o segundo fator é a expectativa de um tom mais dovish do FED devido a dados de inflação e atividade econômica.

#### Cenário Brasil

- Após dois meses de forte queda o real e a bolsa brasileira apresentaram forte alta ao longo do mês ;
- Mercado segue atento aos sinais políticos mais dúbios do novo governo impulsionando alta de juros ;
- Caso Americanas desencadeou pressão no setor de bancos devido ao risco de calote da empresa ;



Após dois meses em forte queda, as ações brasileiras e o real apresentaram forte recuperação na esteira de um cenário global favorável. Já os juros seguiram pressionados diante dos sinais políticos ainda dúbios. Por fim, vale comentar o caso Americanas, que após divulgação das inconsistências contábeis em seu balanço, desencadeou uma pressão nas ações do setor de bancos.

#### Mercado de Ações

O Ibovespa encerrou o mês com retorno de 3,37% puxado por ações ligadas a economia doméstica e commodities.

**Moat Capital Equity Hedge FIC FIM / Moat Capital Long Bias FIC FIM / Moat Capital FIC FIA**



## Módulo Capital

No mês de janeiro, o Ibovespa fechou no terreno positivo, seguindo as principais bolsas mundiais. Este movimento de “risk on” pode ser atribuído a expectativa de uma desaceleração no aperto monetário nos EUA, seguido de uma melhora no quadro inflacionário global e a retomada da economia chinesa pós alteração da política de covid zero.

No âmbito local, os discursos do governo sobre temas na área econômica e as incertezas com a política fiscal continuam trazendo volatilidade, pressionando a curva de juros e a expectativa de inflação.

Os fundos fecharam o mês com uma valorização ligeiramente inferior à do Ibovespa, o que pode ser atribuído à exposição a empresas ligadas ao varejo, bancos e logística. Meli, Gerdau e Natura foram as principais contribuições para o fundo, enquanto Lojas Americanas, BTG e Alpargatas se destacaram como detratores. Os fundos tinham uma exposição de menos de 2% em Lojas Americanas, limitando, assim, o impacto negativo na rentabilidade dos fundos.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Continuam no nosso radar as discussões sobre a nova regra fiscal e a política econômica do novo governo. Estamos atentos às oportunidades e confiamos na composição e diversificação do nosso portfólio para enfrentar um ambiente de incerteza. Mantemos uma exposição relevante em commodities, consumo e varejo.

### **Módulo I FIC FIA / Módulo Institucional FIC FIA BDR Nível I**



## Mongeral Aegon Investimentos

**Renda Fixa:** Fechamos o ano de 2022 novamente com a inflação acima da meta indicando que a política restritiva adotada pelo BCB no ano ainda não surtiu o efeito esperado para a convergência dos preços. O primeiro mês de 2023 foi marcado por diversos ruídos no âmbito político a respeito de como se dará a condução da política fiscal do país. Vimos ainda diversas críticas por parte do Governo sobre a independência do Banco Central e sua atuação na condução da política monetária, ainda assim, acreditamos que o BCB seguirá exercendo sua independência sem ceder a pressões políticas. Todo este cenário resultou em um aumento da volatilidade da curva pré e suas inclinações, confirmando a piora da percepção de risco e desancoragem das expectativas. O mesmo movimento de piora foi observado na inflação implícita que agora está próxima de 6,20%.

**Inflação:** O início do terceiro mandato do presidente Lula trouxe ainda mais incerteza e deterioração do cenário político e fiscal, o que se refletiu em uma maior volatilidade dos ativos de risco. Desta forma, zeramos todas as assimetrias por entender que, neste momento, estas não apresentam boa relação risco retorno, mantendo assim a "duration" do portfólio em uma exposição próxima à do benchmark.

**Multimercados:** No mês de janeiro vimos uma piora da percepção de risco na curva de juros com o aumento das inclinações dado o atual contexto político e fiscal. Este cenário foi ainda agravado por conta das críticas feitas pelo Governo em relação a atuação e autonomia do Banco Central. Esta piora também foi vista na curva de juro real, principalmente nos vértices mais longos. O Real teve boa performance no mês, inclusive em relação aos seus pares emergentes, voltando a encostar nas mínimas observadas em ago/22 com a cotação de R\$5,03.

**Crédito:** Em janeiro a despeito de qualquer movimento nos juros ou deteriorações no cenário macroeconômico aqui ou lá fora o evento Americanas deu o tom dos negócios no mercado de crédito privado. Como é de conhecimento de todos, uma das maiores varejistas do Brasil e um emissor bastante recorrente no mercado de dívida, o Grupo Americanas, entrou em Recuperação Judicial (RJ) após seu recém-empossado e agora ex-CEO divulgar ao mercado que foram encontradas "inconsistências contábeis" da ordem de R\$ 20 bilhões no balanço da companhia. Dia seguinte a divulgação, os ativos da empresa sofreram uma grande desvalorização diante do iminente processo de RJ que se materializou praticamente em uma semana. Esse evento impactou todo o mercado de crédito privado que viu os spreads saltarem, na média, cerca de 20 bps em relação ao fechamento de dezembro.



Alguns setores acabaram sendo mais impactados, como o varejo (setor de Americanas) por conta do receio com problemas similares, mas os demais também devido à pressão vendedora que pudemos observar no secundário. Essa pressão foi efeito do fluxo negativo nas captações que foi de resgate líquido, fato que não acontecia desde fevereiro de 2021. Nesse cenário, nossa carteira de debêntures foi muito impactada pelos papéis de Americanas, mas também pela abertura forte nos spreads. Expurgando o efeito Americanas, a carteira de debêntures teria uma performance de aproximadamente 90% do CDI. A carteira de ativos bancários sofreu menos com a abertura nos spreads e conseguiu recuperar-se ao longo do mês. Assim encerramos o ano entregando um retorno bastante aderente ao nível de liquidez e qualidade de crédito dos emissores alocados. Nesse cenário, avaliamos algumas alternativas e concluímos que o mais acertado nesse momento seria manter os papéis em carteira e junto com os demais debenturistas contratar um escritório de advocacia especializado em recuperação judicial para representar e defender os interesses dos credores no âmbito da RJ. Procedimento este que já está em andamento. Quanto aos demais ativos da carteira, revisitamos os cases e seguimos confortáveis com os emissores que compõem o portfólio. Na busca de uma recuperação do desempenho para o ano de 2023 o fundo seguirá, acima de tudo, com um portfólio que avalia seus emissores pelos critérios de capacidade de pagamento e integração com a agenda ESG, contudo aproveitando a atual abertura dos spreads de crédito aceleraremos a alocação do fundo e conseqüentemente entregaremos um retorno mensal compatível com a recuperação da carteira ao longo do ano. Além disso, seguiremos atentos e atuantes no processo de RJ da Americanas, onde os valores recuperados serão incorporados diretamente ao ativo do fundo o que irá gerar um ganho expressivo e acelerar a recuperação da carteira.

Bolsa: A bolsa apresentou performance positiva no mês de janeiro, encerrando o período com alta de 3,37% e boa participação do investidor estrangeiro, cujo ingresso foi de R\$ 12bi. Tivemos ainda a influência positiva causada pela performance dos mercados globais e expectativas quanto a reabertura da economia chinesa. No entanto, apesar do fechamento positivo, tivemos uma performance levemente inferior que outras economias emergentes como Polônia, México e África do Sul. O mês passado foi marcado pela continuação de compressão dos prêmios de risco globais, resultado de uma visão mais otimista dos analistas e mercados em relação a probabilidade de um soft-landing na economia americana e global. A visão menos pessimista se dá, principalmente, por conta de um processo de desinflação em curso na economia americana e da melhora das expectativas de crescimento global, resultante de um inverno menos rigoroso que o imaginado na Europa e da reabertura mais acelerada da economia Chinesa com o fim da política de covid-zero.



Permanece uma questão em aberto se esta melhora será apenas temporária, mas, este pano de fundo internacional mais positivo acaba por ajudar Brasil a ganhar algum tempo enquanto o governo continua dando sinais trocados em relação a sua agenda econômica e política fiscal. Com isso, apesar dos ruídos locais, o índice Ibovespa conseguiu terminar o mês de janeiro com uma valorização de 3,37%.

Em relação aos fundos MAG, tivemos um desempenho em linha com o benchmark resultante de alocações overweight nos setores de Saúde e de Serviços Financeiros.

Investimento no Exterior: O ano de 2023 começou com um cenário muito positivo para os mercados de renda fixa. Com a queda dos rendimentos dos títulos do governo em resposta à melhoria das perspectivas de inflação e aos dados mais fracos dos EUA, tivemos um impacto positivo no fundo. No meio do mês, reduzimos a duration por meio de um corte na duration dos EUA e de uma pequena posição em futuros japoneses de 10 anos. No final do mês, a duration ficou em 7 anos adicionando mais risco de taxa de juros do Reino Unido uma vez que as perspectivas para o mercado de Gilt do Reino Unido melhoraram. O fundo agregou valor por meio de posições longas nos mercados de títulos do governo da Austrália e da Nova Zelândia que foram mantidas contra as posições em futuros de títulos alemães. A preferência pelo risco de crédito europeu agregou valor dada melhoria das perspectivas econômicas, ajudada pela forte queda dos preços da energia. Aumentamos a exposição à dívida bancária sênior o que também gerou alfa. Reduzimos a alocação de HY nos EUA por meio da compra de proteção em CDX HY de 5 anos. Isso reflete preferência pelo risco de grau de investimento e pelo risco de crédito europeu. Favorecemos um risco de duration mais concentrado nos EUA e Reino Unido, onde esperamos que as taxas atinjam o pico e cujas economias apresentam riscos descendentes para as perspectivas de crescimento. Temos uma alocação menor para a duration europeia, pois vemos o BCE atrás dos EUA e de outros no ciclo de alta. Dada a uniformidade das curvas de rendimento de forma global, prevemos que os títulos com prazos mais curtos devem ter um desempenho superior nos EUA e Alemanha no médio prazo – portanto, somos a favor de uma maior exposição a títulos de 5 anos vs 30 anos. Vemos o risco de títulos corporativos como muito atraente. Embora vejamos um valor de longo prazo nos setores de grau de investimento e HY, acreditamos que o melhor valor reside nos títulos corporativos com grau de investimento.

O fundo (MAG Global Sustainable) apresentou retorno positivo no mês. O principal colaborador foi a posição em NVIDIA. Outro desempenho tecnológico positivo foi o TSMC. Embora a empresa apontasse para uma leve queda nas receitas no 1S23, a confiança na recuperação agradou o mercado.



Na área da saúde, Icon subiu em resposta à reiteração do guidance para 2022 e à superação das expectativas de consenso com suas previsões para 2023. Por fim, verificamos uma recuperação na Samsung SDI e na Advanced Drainage Systems, ambas as quais estavam entre os maiores detratores no mês passado. No lado negativo, Genmab. As vendas de seu medicamento de sucesso ficaram um pouco abaixo das expectativas, devido a vendas internacionais mais fracas e ventos contrários no câmbio. Amplifon e Eurofins Scientific foram dois outros nomes da área da saúde que ficaram para trás, embora não houvesse nenhuma notícia relevante específica de ambas as empresas. O HDFC Bank também prejudicou em um cenário de ações indianas com baixo desempenho. Não tivemos compras ou vendas novas no mês. Reforçamos nossas posições existentes na TSMC e na NVIDIA, pois vemos pontos favoráveis à um aumento no ciclo de semicondutores. As condições de mercado no mês seguiram favoráveis nos dados divulgados de inflação e expectativas de taxas de juros. Com isso, o cenário tem sido mais favorável para as ações de crescimento e, portanto, para o estilo do fundo.

**Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Nos EUA, o ritmo do aperto monetário desacelerou, no entanto, a atenção diante a inflação ainda fora de um cenário de estabilidade permanece no foco dos Bancos Centrais, que indicam ainda próximas elevações das taxas de juros.

Embora a inflação tenha desacelerado nos Estados Unidos, a grande preocupação do FED é a possibilidade de a inflação persistir alta por um período maior. Essa preocupação advém da leitura de dados de crescimento salarial ainda preocupantes, mantendo a atenção das autoridades monetárias no desaquecimento do mercado de trabalho. A divulgação do PIB do quarto trimestre apresentou um crescimento de 2,9% da economia americana, maior que o crescimento de 2,6% esperado pelo mercado. O crescimento positivo do quarto trimestre acompanha o resultado positivo de 3,2% do terceiro trimestre, demonstrando uma recuperação da economia americana no segundo semestre de 2022, após os dois primeiros trimestres de contração. Na Zona do Euro, o cenário segue ainda preocupante, os últimos dois meses do Harmonised Index of Consumer Prices (HICP) indicaram desaceleração da inflação, alcançando 9,2% em dezembro após alcançar o pico de 10,6% em outubro, as quedas representam principalmente a desaceleração de combustíveis e energia elétrica, que começam a ser um vetor menos preocupante. As preocupações começam a ser direcionadas para o núcleo, assim como na inflação americana. Na China, o processo de reabertura e o fim da política de Covid-Zero tem gerado boas expectativas para o mercado de commodities e, conseqüentemente, para o Brasil, que segue como destaque aos olhos dos investidores estrangeiros frente à outras economias emergentes.



No campo doméstico, o terceiro mandato o presidente Lula começou gerando diversos ruídos que vão desde uma política fiscal mais expansionista, passando por críticas à autonomia e atuação do Banco Central até a controversa ideia de criação de uma unidade de valor comum entre Brasil e Argentina. Este cenário, aliado a conversas sobre uma mudança das metas de inflação, trouxe volatilidade para os ativos de risco e deterioração das expectativas de inflação, o que certamente tornará a tarefa do Banco Central ainda mais desafiadora.

No campo político, o Ministério da Fazenda apresentou um conjunto de medidas que pretende implementar para reduzir o déficit primário neste e nos próximos anos. Somadas, as medidas totalizariam R\$ 242,7 bilhões em 2023. A maior parte das medidas (R\$ 193 bilhões) foca em um aumento de receitas, enquanto um pequeno montante (R\$ 50 bilhões) se daria via redução de despesas.

Enquanto isso, as falas recentes do presidente Lula têm enfraquecido o ministro da Fazenda. Ainda que Haddad tenha tentado passar mensagens de austeridade fiscal e comprometimento com as regras estabelecidas, Lula faz discursos públicos em tom populista, como se ainda estivesse em campanha, em conflito aberto com o mercado, com a política fiscal promovida pela sua própria equipe econômica e, até mesmo, contra o Banco Central, no que diz respeito à sua autonomia, a política monetária e a definição das metas de inflação.

O presidente Lula ainda escolheu a Argentina como primeiro destino internacional do atual mandato, cujos planos de longo prazo são: (i) a criação de uma moeda comum para o comércio entre os dois países; (ii) a possível retomada das atividades do BNDES em projetos no exterior; (iii) o uso do Banco do Brasil para operações de crédito a exportadores.

Dada a crescente irrelevância argentina no contexto internacional, não há dúvidas de que tais planos trazem muito mais riscos do que oportunidades ao Brasil.

Neste cenário político conturbado, acreditamos que os ativos de risco seguirão com forte volatilidade no mês de fevereiro.

**MAG Inflação Referenciado IMA-B FIRF LP / MAG FIC FIA / MAG Multiestratégia FIM / MAG FIRF CP LP / MAG FIRF / Mongeral Aegon FIA / MAG TOP FIC FI RF CP LP / MAG Macro FIC FIM / MAG Global Sustainable FIC FIM IE / MAG Strategy FIM**



## Nest Asset Management

O mês de janeiro foi positivo para os ativos de risco. O S&P apresentou alta de 6,28%, o MSCI Emerging Markets subiu 9,13% e o EWZ 8,47%.

Nos Estados Unidos, o CPI de dezembro registrou -0,1% e a inflação de preços ao produtor (PPI) -0,5%. Estes indicadores reforçaram que o país está vivendo um processo de desinflação, o que tira parte da pressão do Federal Reserve para subir a taxa de juros. A China também foi destaque em janeiro, com o mercado acompanhando de perto os desdobramentos da reabertura econômica do país. Segundo as autoridades, a propagação da Covid-19 mostrou arrefecimento no final de janeiro. A atividade no país asiático também mostrou melhora: o PMI, por exemplo, ficou acima de 50 pela primeira vez em vários meses.

No Brasil, o início do governo Lula foi marcado por ruídos políticos. Falas como a do ministro da previdência social Carlos Lupi, que afirmou não existir déficit na previdência trouxeram volatilidade para a bolsa nos primeiros dias do ano. Posicionamentos dessa natureza colocam em dúvida o compromisso do governo com uma política fiscal sustentável e torna incerto um corte na taxa Selic no segundo semestre do ano, como o mercado espera.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

O índice como um todo está negociando a múltiplos muito baixos, com o setor financeiro e de commodities particularmente descontados, o que o torna sujeito a rallies como vimos no início do ano passado, principalmente caso haja uma recuperação no preço das commodities. O mercado continua aguardando uma sinalização mais clara de qual a posição do governo com relação a austeridade fiscal, o que deverá acontecer somente ao longo das próximas semanas. Embora ainda existam incertezas no cenário, como risco fiscal, posicionamento do Fed americano, reabertura da China e desaceleração do crescimento mundial, acreditamos que seja adequada uma posição menos defensiva para o mês de janeiro.

**Nest FIA / Nest Absolute Equity Hedge FIM / Nest Integral FIC FIM CP**



## Nextep Investimentos

Consideramos a janela de um mês muito curta para fazer qualquer tipo de avaliação de mercado ou de performance de empresa ou ação. Investimos com uma mentalidade de longo prazo, buscando primeiramente a preservação de capital de nossos cotistas e em seguida uma geração de retornos acima do mercado em janelas superiores a cinco anos.

Como nossos clientes e parceiros sabem, não nos debruçamos sobre assuntos macroeconômicos. Focamos na qualidade dos modelos de negócio das empresas, na integridade e competência de seus executivos, em sua governança e cultura corporativa, e na avaliação do valor justo de sua ação.

Essa abordagem resulta em investimentos que valorizam a preservação de capital e descolam nosso portfólio dos holofotes do mercado. Mais importante, nos proporcionam bons retornos no longo prazo, com menor correlação com o mercado, volatilidade e drawdown do que nossos competidores.

Não houve mudanças significativas em nossas posições no mês de janeiro.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

O ano de 2022 marcou a interrupção de um movimento de alta nos mercados globais que já durava quatorze anos. O contexto daqui para frente aparenta ser bem diferente, e nele a habilidade de selecionar empresas sólidas e com maior probabilidade de bons resultados fará a diferença nos portfólios. À luz de um ambiente conturbado, o valor de uma gestão ativa se faz ainda mais evidente e relevante.

Mais uma vez fomos convidados pela Infomoney para contribuir com nossa visão sobre o investimento em ativos no exterior. Nossa Head de Análise, Maria Antonia Viuge participou de um painel, junto com Carlos Kawall, Sócio-Fundador da Oriz Partners.

**Nextep Global Equities FIA IE / Nextep Global Equities PG FIC FIA BDR Nivel I**



## Norte Asset Management

O ano de 2023 começou positivo para os ativos de risco globais. A divulgação de dados de atividade e inflação nos Estados Unidos desacelerando na margem, corroborou com a narrativa de que o ciclo de aumento dos juros estaria próximo ao fim. Além disso, a perspectiva de reabertura da economia chinesa também deu suporte para melhora nas Bolsas, influenciando em especial, as de mercados emergentes. No cenário local, a Bovespa acompanhou a dinâmica das Bolsas globais e fechou com alta, apesar das incertezas em relação à política fiscal que será adotada pelo novo governo.

Em janeiro, o Norte Long Bias completou 2 anos de histórico, entregando aos seus investidores rentabilidade de +37,02% versus -1,42% do Ibovespa e 29,09% do benchmark. No mês, o fundo rendeu 3,38% contra 1,09% do benchmark e 3,37% do Ibovespa. No primeiro mês de 2023, a carteira de ações comprada apresentou ganhos significativos, compensando perdas na ponta vendida. O destaque da performance veio do livro de commodities, em especial das empresas de petróleo e mineração. As ações ligadas a consumo discricionário e financeiros trouxeram contribuição relevante, seguido de energia elétrica. As posições de valor relativo em empresas de proteínas e construção civil, bem como a estratégia de pares, contribuíram positivamente. A carteira ainda teve lucro no book offshore, com destaque para os temas de consumo, e na estratégia macro com posições em juros de países desenvolvidos.

### Perspectivas para o mês de fevereiro:

Ao longo de janeiro fomos elevando o risco gradativamente, e entramos fevereiro com um perfil de carteira menos defensivo, com o net exposure mais próximo do ponto médio de 70%, com uma carteira bastante diversificada em termos setoriais, como costumamos nos posicionar na maior parte do tempo. Os principais temas que estamos explorando no portfólio são relacionados a crescimento doméstico, juros e commodities. Durante o mês de janeiro, elevamos também a exposição bruta do fundo em função da adição de novas posições de valor relativo entre empresas de setores correlatos e o book de pares, onde observamos novas oportunidades com a abertura de spreads históricos. Após adicionarmos novas posições em empresas de marca, a carteira de ações offshore voltou a estar levemente com o net positivo. O book macro segue apostando na desinclinação da curva de juros em países desenvolvidos e a parcela de câmbio investida no dólar australiano contra o dólar americano que por sua vez está comprado em relação à libra esterlina.

### Norte Long Only FIC FIA / Norte Long Bias FIC FIM



## Novus Capital

Os fundos apresentaram ganhos em renda fixa local, bolsa e moedas, e perdas em renda fixa internacional. No cenário internacional, o mês foi marcado por membros do Fed sinalizando redução do ritmo de alta de juros, e por dados americanos indicando o mercado de trabalho ainda muito aquecido, enfraquecimento da atividade, e inflação em linha com o esperado. Além disso, o BoC foi o primeiro BC dos países desenvolvidos a indicar uma pausa para observar o impacto das altas de juros acumuladas até então, enquanto o BoJ manteve a política de controle de juros inalterada. Por fim, a atenção também ficou voltada para o início do movimento de reabertura da China. No Brasil, tivemos uma série de declarações negativas advindas do novo governo, questionando a meta de inflação, independência do banco central, salário mínimo e Lei das Estatais, ocasionando desancoragem das expectativas de inflação. Além disso, o IPCA trouxe surpresa altista, enquanto dados de atividade vieram abaixo do esperado.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Em renda fixa, seguimos tomados na parte curta da curva de juros dos EUA e Europa e, no Brasil, mantivemos a compra de inflação curta, além de iniciarmos uma compra de inclinação da curva de juros. Em moedas, estamos comprados em AUD x USD. Em commodities, estamos comprados em cobre. Em renda variável, estamos comprados em emergentes (MXEF); e em Brasil (via call de EWZ) e EUA (posições mais táticas).

**Novus Macro D5 FIC FIM / Novus Macro FIC FIM / Novus Institucional FIC FIM / Novus Retorno Absoluto FIC FIM / Novus Capital Exclusive FIRF LP**



## Occam Brasil

Ao longo do mês de janeiro, observamos poucas mudanças no posicionamento dos principais bancos centrais. Ainda que os dados de atividade estejam mais comedidos, o mercado de trabalho ainda apertado mantém o tom conservador do FED. Poucas mudanças foram notadas também por parte do ECB, com seus principais membros mantendo uma postura conservadora. No Japão, além dos dados de inflação ligeiramente mais elevados, o BOJ vem sofrendo duras críticas por conta da disfuncionalidade da sua política monetária excessivamente frouxa. Nas bolsas, o Ibovespa fechou janeiro com 3,4% de alta, impactado positivamente pelos mercados globais (S&P subiu 6,2%) e ainda pelo movimento de reabertura da China iniciado ano passado, o que vem ajudando os mercados emergentes. Principal alteração do mês foi a redução do setor financeiro bancário, após o evento das Americanas e seus impactos a curto/médio prazo.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Em juros, seguimos sem exposições relevantes em juros de países desenvolvidos. No Brasil, acreditamos que o BC deva endurecer o discurso com relação à sua estratégia de política monetária. Dito isso, aumentamos as posições tomadas na parte intermediária da curva de juros. No livro de moedas, encerramos a posição vendida na Libra e abrimos uma posição comprada no Yen frente ao Dólar. Estamos mantendo uma posição vendida no Real contra o Dólar. Em renda variável, nossa carteira permanece com posições voltadas para ativos locais resilientes e mais protegidos, com hedge em ativos alavancados e perspectivas operacionais fracas. Com menor exposição externa, carteira doméstica concentra grande maioria dos nossos ativos.

**Occam FI Cambial / Occam FIC FIA / Occam Equity Hedge FIC FIM / Occam Institucional FIC FIM II / Occam Retorno Absoluto FIC FIM / Occam Long Short Plus FIC FIM**



## Octante Gestão de Recursos

Janeiro continuou a maré positiva nos mercados, iniciada em novembro, amparada por: contínua queda da inflação americana e manutenção da retórica branda do Fed; reabertura chinesa e autoridades locais sinalizando pico dos casos de Covid no país; e Europa com clima mais ameno, provocando forte queda nos preços de energia, auxiliando à queda da inflação. Outro ponto positivo, especialmente para ações, foram as revisões altistas para PIB global pelo FMI, afastando receios de recessão.

No mês, a curva de juros americana fechou, com o vértice de 2 anos indo de 4,43% para 4,20% e o de 10 anos, com fechamento em maior intensidade, de 3,88% para 3,51%. No mercado de renda fixa, o risco país do Brasil (CDS de 5 anos) fechou 23 pb (pontos base), indo de 254 pb para 231 pb, o spread do índice de bonds corporativos da América Latina, compilado pela Bloomberg, fechou 14 pb, indo de 419 pb para 405 pb e o spread dos títulos americanos de alto rendimento (US High Yield) dos EUA fechou 54 pb, indo de 484 pb para 430 pb. O DXY (Dólar Index - cesta de moedas contra do dólar americano) desvalorizou 1,4%, e BRL teve valorização mais acentuada, de 3,9%. As bolsas tiveram forte alta no mês: Nasdaq subiu 10,7%, S&P 500 avançou 6,2%, EuroStoxx 50 avançou 9,7% e Ibovespa, em alta mais comedida, 3,4%. O benchmark de volatilidade do S&P 500 (VIX) teve recuo, de 21,67 para 19,40.

Nos Estados Unidos, inflação continuou a abrandar, com CPI, na leitura anual, reduzindo de 7,1% em novembro para 6,5% em dezembro, núcleo do CPI recuando de 6,0% para 5,7%, e PCE recuando de 5,5% em novembro para 5,0% em dezembro. Tais números, apesar de mercado de trabalho apertado, proporcionaram ao FOMC diminuir ritmo e elevar juros em 25 pb, com uma retórica mais branda, dando ênfase ao efeito acumulado dos aumentos de juros passados. Tal cenário levou o mercado a precificar mais 25 pb na próxima reunião e dividido em relação à reunião de maio, entre manutenção e mais 25 pb. Já o PIB veio acima do esperado, avançando 2,9% no quarto trimestre, ante consenso de 2,6%, mostrando resiliência da economia americana, mesmo com política monetária relativamente restritiva.

Na China, a reabertura da economia vem provocando uma melhora contínua na atividade local, com PMI avançando frente ao mês anterior e acima das estimativas. Além disso, o Governo local informando que o pico de casos de Covid foi atingido também trouxe alívio aos mercados. Do lado contrário, números de atividade e demografia provocaram recios: setor imobiliário, mola propulsora da economia chinesa, que teve uma forte retração em 2022 e, pela primeira vez em décadas, população chinesa em desaceleração, ratificando o fim do boom demográfico do país.



Na Europa, BCE elevou as taxas de juros em 50 pb, em linha com consenso, prometendo aumento semelhante para próxima reunião. O atraso do BCE frente ao FOMC provocou desvalorização da moeda e uma inflação mais fora de controle, causando uma abordagem mais hawkish do BCE por estar atrás da curva. Do lado positivo, índices de atividade surpreenderam positivamente, e inflação continua a cair, capitaneada pela queda no preço do gás natural, pelas temperaturas mais amenas no inverno europeu.

No Brasil, continuam os ruídos com as falas antimercado de alguns membros do Governo, incluindo o presidente, e Haddad e Rui Costa fazendo a função de distensionar. O discurso de Estado indutor de crescimento, sem o devido foco à responsabilidade fiscal continua a provocar receio no mercado. Outro ponto que teve certa relevância no mês foi o embate entre Executivo e BC, pelos juros elevados e pressão para cortes de juros por parte do primeiro, como pela intenção em elevar as metas de inflação. Este último assunto, definido pelo CMN, que protege de certa forma, faz algum sentido até mesmo entre economistas ortodoxos, mas parece ser colocado em timing ruim pelo Governo.

Do lado positivo, o discurso do Haddad pretendendo diminuir o déficit primário já em 2023, revelando um realismo que parecia não existir, ao propor 1% do PIB de déficit, e fazendo campanha pela reoneração dos impostos de combustíveis são pontos que o mercado interpretou como compromisso fiscal por parte do Governo. Parece que o novo Governo, de certa forma, se comportará como Bolsonaro e Guedes, com um sendo contrapeso do outro. Mercado continua a espera do novo arcabouço fiscal e reforma tributária, e adoraria uma trava de despesas, por mais que em menor intensidade que o Teto de Gastos.

O fundo está com sua duration consolidada em 5,0 anos e uma carteira de bonds com yield médio de 7,97% em dólares. As maiores posições do fundo são: Brasil (soberano), Banco do Brasil, Cosan, Suzano e Tupy.

**Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Com reabertura chinesa e percepção de que aperto monetário ao redor do mundo está em sua fase final, continuamos a achar que o cenário será positivo para ativos de risco.

Salientamos que o fundo está bem posicionado para enfrentar os desafios de curto e médio prazos e que nossa gestão está e continua especialmente ativa, pronta para agir caso o cenário corrente se desvie de nossas expectativas de mercado.

**Octante FIC FIM CP IE / Octante Crédito Privado II FIC FIM IE**



## Opportunity

O desempenho do fundo foi impactado positivamente, principalmente, por posições em juros de países do G10, além de posições em pares de moedas. As posições em juros no Brasil, assim como em dólar, foram detratores de performance do fundo.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

No cenário global, estamos no início de um processo desinflacionário. Entretanto, vemos excesso de otimismo do mercado precificando cortes de juros americanos esse ano. Nesse sentido, estamos tomados no juro em 23 e aplicados em 24. Ainda, temos posição levemente vendida no S&P500. No resto do mundo, temos posições aplicadas em geografias que foram bem sucedidas em suas políticas monetárias como Chile e México, além de UK, Austrália e Canadá. No câmbio, temos explorado a reabertura de China com uma cesta de moedas de países que se beneficiam com a retomada da mobilidade. Temos também importante exposição ao Euro contra o Dólar.

No Brasil, seguimos com viés negativo. No entanto, o país tem se beneficiado da conjuntura global. Estamos zerados em bolsa e aplicados em juro real e tomados no DI.

**Opportunity Global Equity USD FIA IE - BDR Nível-I / Opportunity Global Equity BRL FIA BDR Nível I IE / Opportunity Total FIC FIM / Opportunity Market FIC FIM / Opportunity Long Biased FIC FIM / Opportunity Selection FIC FIA**



## Organon Capital

Em janeiro, tivemos um retorno de 4.1% (vs. 1.0% do IPCA+5% e 3.4% do Ibovespa), com contribuições positivas dos setores de Bens Industriais (+1.7% de retorno) e Serviços Diversos (+0.7% de retorno), contrapondo detratores nos setores de Computadores e Equipamentos (-0.5% de retorno) e Transportes (-0.1% de retorno). Ações brasileiras refletiram um ambiente externo mais favorável marcado principalmente pela sinalização de uma possível retomada econômica chinesa com o fim da política de COVID zero e por uma melhora de expectativas no que tange à trajetória de inflação e juros nos países desenvolvidos. O Ibovespa terminou janeiro subindo mais de 3,0%, seguindo principalmente a dinâmica global das commodities minerais e metálicas, influenciadas fortemente pela já citada reabertura chinesa.

O fundo fechou o mês subindo acima tanto do SMLL (+2.9% no mês) quanto do IBOV (+3.4% no mês). A performance mensal pode ser atribuída principalmente às nossas posições em Romi (+26.0% no mês) e Marcopolo (+6.7% no mês). Entre as posições detratoras no mês, podemos citar Multilaser (-16.9% no mês) e BR Properties (-7.0% no mês).

Destacamos nosso investimento em Porto. A ação performou bem no período (+11.9% no mês), impulsionada pela divulgação dos resultados de seguros em dezembro pela Superintendência de Seguros Privados (SUSEP). Os dados confirmaram nossa expectativa de queda na sinistralidade no ramo automotivo.

Em bases comparativas, a sinistralidade do ramo automotivo caiu para 55% de uma base de 67% no 3º trimestre de 2022. Não obstante, a seguradora continuou demonstrando forte evolução no prêmio ganho, com crescimento de 8,0% no trimestre. Os dados demonstram a tendência de queda na sinistralidade do principal ramo da Porto, em linha com nossa tese de melhora sistemática dos resultados operacionais.

Analisando um histórico maior, nosso retorno absoluto foi de 1,033.5% desde fevereiro de 2013 (vs. 100.1% do Ibovespa), equivalente a um retorno anualizado de 27.5% (vs. 11.2% do IPCA+5% e 7.2% do Ibovespa).

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Estamos hoje 98.4% investidos em ações, com exposições principalmente nos setores de: i) bens industriais, com 33.0%; ii) serviços, com 16.9%; e iii) saúde, com 9.8%.



Em fevereiro, continuamos enxergando uma continuidade do cenário complexo dos últimos meses. No ambiente externo, a retomada econômica chinesa deve ser crucial na definição dos preços das commodities no curto prazo, afetando especialmente a balança comercial brasileira. Simultaneamente, esperamos alguma volatilidade relacionada às expectativas sobre inflação e política monetária nas principais economias mundiais.

No ambiente doméstico, a pauta política continuará sendo preponderante no newsflow e devemos observar mudanças mais expressivas na condução das políticas públicas conforme o novo governo organiza suas prioridades.

Em relação a exposições específicas, temos 85% do portfólio concentrado em 10 ações, conforme nosso princípio de investimento de concentrar a carteira nas posições em que possuímos maior convicção.

**Organon FIC FIA**



## Pacífico Gestão de Recursos

Nos EUA, os dados de atividade recentes reforçaram o cenário de desaceleração econômica. Apesar do resultado do PIB do quarto trimestre ter superado as expectativas, a composição não foi boa, mostrando um resultado declinante de consumo e investimento. O mercado de trabalho seguiu forte no mês, sendo esse um dos principais empecilhos para a flexibilização monetária do FED. Os números de inflação seguem melhorando, com destaque para os salários, o que contribui para a perspectiva de que o pior já passou. Para a decisão de política monetária de fevereiro é esperada uma alta de 25bps na taxa básica de juros, ficando a dúvida de como serão sinalizados os próximos passos.

Na Europa, apesar das incertezas quanto à guerra persistirem, os dados mais recentes indicam um cenário melhor que o esperado anteriormente. Com a importante queda nos preços do gás, é esperada melhora no cenário da inflação. Sobre política monetária foram sinalizados também mais aumentos e expectativa de taxa terminal de 3% com risco para cima, o que deve segurar as condições financeiras e atividade na Europa.

Na China, as expectativas são positivas com a reabertura anunciada no fim de dezembro. Os dados de atividade foram melhores que o esperado, puxados principalmente pelo consumo das famílias, que gastam suas poupanças construídas ao longo da pandemia em bens e serviços. Há uma expectativa positiva também para o setor imobiliário/investimento, uma vez que o governo vem sinalizando uma tentativa de apoio via estímulos fiscais e monetários. Essa recuperação deve impulsionar ativos como commodities metálicas e energéticas.

No Brasil, a atividade deu sinais de uma desaceleração mais aguda, com uma redução na taxa de contratação e indicadores da indústria, comércio e serviços sofrendo os efeitos do elevado endividamento da população e da elevada taxa de juros. A inflação corrente vem melhorando, apesar de uma expectativa de alta de administrados com reoneração do PIS/Cofins e alta da gasolina. Os maiores empecilhos para o início do ciclo de corte de juros são a deterioração das expectativas de inflação e o balanço de riscos em relação a política fiscal prospectiva.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Nesse cenário, reduzimos posição comprada em renda variável local e mantivemos posição comprada em renda variável internacional, baseando-se na expectativa de um ciclo de juros do FED mais curto do que se espera.



Nas moedas, mantivemos nossa posição comprada em uma carteira de moedas contra o dólar americano, que se beneficiaria dessa dinâmica do FED e da recuperação da China. Por fim, em relação às commodities, mantivemos posição comprada em petróleo, por motivo similar a posição de moedas.

**Pacífico Macro FIC FIM**



## Panamby Capital

A estratégia de Renda Variável da Panamby Capital se beneficiou com a valorização da bolsa chinesa e seus ativos, como Alibaba e Baidu. Exportadoras brasileiras atreladas à China também contribuíram para a performance da carteira de ações como Vale, Gerdau e Minerva. No setor de óleo e gás, 3R Petroleum foi destaque, e no consumo básico, a tese de Grupo Mateus continuou a tendencia positiva do setor, que possui maior poder de barganha em um cenário de inflação mais alta e se beneficia do pagamento dos pacotes emergenciais do governo. Na contramão, Suzano impactou negativamente a carteira frente a expectativas de queda do preço da celulose e valorização do BRL. Eletrobrás também entregou uma performance ruim no mês devido aos preços de energia mais baixos e incertezas governamentais.

Em commodities, o preço do barril do petróleo foi bem volátil no mês, iniciando com queda relevante de 10% e recuperando valor até o final do período. A retomada da economia chinesa continuou a beneficiar os preços do minério de ferro, alumínio e cobre. As principais commodities agrícolas como soja, café, açúcar, algodão e milho também se valorizaram em janeiro, e o clima mais seco na Argentina começa a acionar um sinal de alerta para o mercado

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

As carteiras dos Fundos Panamby iniciam fevereiro ainda com ativos bastante líquidos, investimentos em teses fundamentadas na reabertura chinesa, onde há sinais de recuperação acelerada, com serviços crescendo forte, assim como assistimos nos países que saíram do lockdown. No final de janeiro, após o Ano Novo Lunar, essa posição foi contestada, porém nossa análise sugere a manutenção nesses ativos e fevereiro ia inicia a favor desta tendência

Mantemos posição considerável em ativos que se beneficiam desse movimento tais como exportadoras brasileiras e ações chinesas, como Vale, Gerdau, Suzano e Minerva além de Alibaba e Baidu.

Na carteira de moedas trocamos o dólar por franco suíço, yen e libra esterlina, além de pequena posição em moedas ligadas às commodities. A leitura sobre a evolução da política monetária nos EUA está mais turva, portanto, estamos leves aguardando o desenrolar dos acontecimentos. Entretanto ainda mantemos o viés de que o US Fed

Fund poderá chegar a 5,5%.

Japão vem mantendo política monetária atípica por décadas e tem sido, ao lado de China, as exceções quando se trata de aperto monetário.



No 1º tri de 2023 haverá troca de comando no BoJ, Banco Central do Japão, e aumentou a probabilidade de alteração na gestão da política econômica, com a redução ou interrupção nas compras de títulos, seguida por alta do juro básico. Portanto, nossa posição é comprada na moeda.

Com relação a ativos brasileiros, mantemos postura cautelosa, aguardando as decisões do novo Governo. Com a pressão inflacionaria aumentando com gastos fiscais, incertezas e baixa produtividade, aumenta a chance de alta do juro básico, o que não é bom para o lucro das empresas. Ficaremos mais leves, posicionados em ativos líquidos e sem pressa para aumentarmos nossas posições.

Portanto, muitas emoções à frente.

**Panamby Inno FIC FIM**



## Parcitas Investimentos

### Mundo:

O ano se iniciou com os mercados internacionais animados com a proximidade do fim do ciclo de juros nos E.U.A, a reabertura de China e um inverno europeu bem mais ameno do que o temido, reduzindo os receios quanto a uma intensificação da crise energética no velho continente. Assim, a bolsa americana, em particular o setor de tecnologia, que tanto sofreu no ano passado, teve uma boa performance em janeiro. Moedas e bolsas de mercados emergentes também performaram bem. E o cenário de soft landing (pouso suave da economia americana), mais uma vez, volta a ganhar probabilidade dentre os agentes de mercado. Enxergamos com bastante cautela este cenário. A velocidade e a magnitude do aperto monetário implementado pelo Fed, se comparadas a padrões históricos, sugerem que a probabilidade de um cenário de soft landing é mais baixa do que os mercados precificam. Deste modo, mantemos uma exposição líquida vendida na bolsa americana: seguimos comprados em algumas empresas do setor de tecnologia e vendidos no índice SPX. Seguimos, também, com uma posição tomada em juros curtos na curva americana, por ela precificar uma taxa terminal abaixo da taxa projetada tanto pelo Fed, como pelos nossos economistas.

### Brasil:

Já no Brasil, o cenário segue mais desafiador. Por um lado, há um vento de cauda vindo do exterior: reabertura de China, com os consequentes efeitos positivos nos preços das commodities, e a expectativa do fim do aperto monetário do E.U.A, levando a um enfraquecimento do dólar e um maior apetite a risco global. Fatores estes bastante favoráveis aos ativos brasileiros. Já do lado doméstico, as incertezas quanto ao arcabouço fiscal, e mais recentemente, as discussões em torno da independência do banco central e de mudanças no regime de metas de inflação não tem contribuído para melhorar a percepção do investidor em relação ao Brasil. Neste cenário, a alocação de risco em ativos brasileiros torna-se ainda mais desafiadora, e temos optado por concentrar o risco nos mercados internacionais. Temos uma pequena posição vendida em índice Ibovespa e comprada no real, uma posição pequena aplicada em juros nominais na parte intermediária da curva e uma posição pequena aplicada em juros reais. Apesar de toda incerteza fiscal, a economia brasileira está passando por um processo bastante claro de desaceleração e desinflação, de tal modo que um ciclo de corte de juros não possa ser descartado. Basta o governo apresentar um arcabouço fiscal minimamente crível para que as expectativas de inflação parem de piorar.



**Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Para fevereiro, esperamos a proximidade do fim do ciclo de juros do Fed, o receio de recessão, a reabertura de China versus a deterioração dos fundamentos locais e a discussão fiscal no Brasil.

**Parcitas Hedge FIC FIM**



## Pátria Investimentos

Em janeiro, o fundo Patria PIPE Feeder Institucional FIC FIA (“Fundo Feeder”) retornou 6.9% vs 3.4% do Índice Ibovespa. No mês, as posições Core que mais contribuíram para o fundo foram Localiza (+4.2%) e Tenda (+1.2%). Desde o início da estratégia, em 09/out/2014, o Fundo apresenta ganho líquido de 208% superando o Ibovespa que gerou retorno de 98% no mesmo período. Decerto o ano de 2022 foi bastante desafiador para as principais teses do fundo e nós, principais investidores do fundo, não estamos satisfeitos com a performance recente do PIPE. No entanto, temos a tendência de subestimar o longo prazo, mas se os valores dos negócios estiverem intactos, os preços inevitavelmente acompanharão a evolução operacional das empresas. No mês, destacamos (i) divulgação da prévia operacional da Tenda do 4T22, o qual apresentou números operacionais sólidos, com melhora sequencial e consistente de preços de venda (+2.3% t/t e +20.5% a/a, atingindo R\$ 190k/unidade) e de lançamentos (+36.7% a/a, atingindo R\$ 202k/unidade), em linha com a sua estratégia de recomposição de margens, e (ii) mudanças na administração da Qualicorp e cessão da participação da Rede D’Or na companhia para um veículo da Prisma Capital.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

É difícil prever para uma janela tão curta de tempo. De todo modo, esperamos volatilidade no mercado de ações até que se tenha maior visibilidade da política monetária e fiscal do novo governo.

Ao olharmos uma janela de médio/longo prazo, esperamos que as evoluções operacionais das empresas do PIPE se traduzam em melhores preços e expansão de múltiplo.

### **Patria Pipe Feeder Private FIC FIA**



## Perfin Investimentos

Os principais destaques positivos do fundo foram os setores de 1) Seguros (BBSE) que foi impulsionada, principalmente pelo aumento de prêmio e volumes dos contratos de seguros para produtos rurais, reflexo da volatilidade do preço nos insumos e commodities agrícolas 2) Shoppings (IGTA), que pode aumentar seu poder nas negociações com lojistas e repasse de inflação a partir do resultado de vendas no final do último ano. Do lado negativo tivemos impacto no setor de energia, pois neste início de ano houve a confirmação de um cenário hidrológico muito forte, gerando queda nos preços de energia no curto prazo. Isso tem impacto em empresas de geração que estão com contratação baixa. A Eletrobras atualmente está em processo de descotização das suas hidrelétricas conforme previsto na lei de desestatização, sendo impactada neste contexto

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

A carteira atual está com 50% de alocação em empresas que são protegidas à inflação - seja pelo seu modelo de negócio ou natureza dos seus ativos (Energia e Saneamento, TI&Serviços, Seguradoras e Shoppings). A outra parte do portfólio está dividida entre commodities e teses elásticas ao crescimento econômico (Bancos, Consumo, Commodities). Este último grupo possui mais sensibilidade ao juros e, pode se beneficiar com um possível fechamento da curva

**Perfin Equity Hedge FIC FIA / Perfin Institucional FIC FIA / Perfin Equity Hedge FIC FIM**



## Persevera Asset Management

Apesar de ruídos do lado da política econômica local, vimos uma valorização da Bolsa e do Real de patamares muito depreciados, o que contribuiu para a performance positiva do mercado doméstico no mês de janeiro. Do lado internacional, a aceleração do processo de reabertura da China contribuiu para a melhora do mercado externo e precificação dos ativos de commodities.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Continuamos com a visão de que a política econômica do governo definirá o rumo dos ativos brasileiros em 2023. Observamos fundamentos atuais favoráveis, porém, o ímpeto expansionista do novo governo pode prejudicar os ativos brasileiros. Do lado externo, acreditamos que a China deverá continuar acelerando seu processo de reabertura econômica, aumentando a demanda por commodities.

### **Persevera Compass FIC FIM / Persevera Nêmesis Long Bias FIC FIM**



## PIMCO

### Income FIC FIM:

O fundo PIMCO Income FIC FIM IE rendeu +3,58% no mês de Janeiro, comparado a +1,12% do CDI. As principais contribuições positivas foram exposição à duration dos EUA, dado a queda dos yields; posições em crédito corporativo IG (grau de investimento) e HY (high yield) através do fechamento de spreads, carregos e seleção de títulos; exposição à crédito securitizado Agency MBS, por conta de fechamento de spreads e seleção de títulos e; exposição à uma pequena cesta de moedas emergentes, que se valorizaram frente ao dólar Americano. As principais contribuições negativas foram exposição à dívida local de mercados emergentes; exposição negativa à duration do Japão, devido à queda dos yields; e posições em crédito securitizado Non-Agency MBS.

### Income Dólar FIC FIM:

O fundo PIMCO Income Dólar FIC FIM IE rendeu -0,46% no mês de Janeiro, comparado a -3,57% da taxa de câmbio referencial da WM Reuters R\$/US\$. As principais contribuições positivas foram exposição à duration dos EUA, dado a queda dos yields; posições em crédito corporativo IG (grau de investimento) e HY (high yield) através do fechamento de spreads, carregos e seleção de títulos; exposição à crédito securitizado Agency MBS, por conta de fechamento de spreads e seleção de títulos e; exposição à uma pequena cesta de moedas emergentes, que se valorizaram frente ao dólar Americano. As principais contribuições negativas foram exposição à dívida local de mercados emergentes; exposição negativa à duration do Japão, devido à queda dos yields; e posições em crédito securitizado Non-Agency MBS.

### Perspectivas para o mês de fevereiro:

-

**PIMCO Income Dólar FIC FIM IE / PIMCO Income FIC FIM IE**



## Quantitas

O ano começou, o governo tomou posse oficial e as incertezas não diminuíram. Na verdade, é até possível dizer que elas aumentaram. No cenário internacional, dois eventos de grande importância para 2023. Por um lado, os índices de inflação continuaram dando sinais de arrefecimento. Por outro, a China parece ter entrado em definitivo numa nova fase no que diz respeito ao Covid, reabrindo de maneira acelerada sua economia.

No Brasil, desde o início do governo de transição, o mercado vem se assustando com a falta de clareza sobre os próximos passos na política fiscal. O debate da PEC de transição tornou mais claro qual era o conjunto de preferências do novo governo, e o fim do teto de gastos aumentou ainda mais a incerteza sobre qual seria o novo arcabouço fiscal, que poderia exercer algum tipo de controle nos gastos e no endividamento.

O que o mês passado trouxe de adicional à esse cenário foi a insegurança, não só no fiscal, mas também no parafiscal, com algumas declarações e promessas de uso do BNDES em políticas expansionistas, bem além do que era comentado em campanha. Nesta, o BNDES serviria à pequenas e médias empresas. Agora, não só foi incorporado no cardápio empréstimos a grandes empresas, governos estaduais e até mesmo projetos no exterior como o gasoduto argentino. E, por fim, mas não menos importante, o presidente Lula passou a atacar o Banco Central. É possível que ele já esteja vislumbrando a eleição de um culpado pela debacle econômica em 2023, mas o fato é que o presidente passou a reclamar publicamente dos juros altos, colocou em dúvida o futuro da independência do Banco Central e até mesmo a meta de inflação que o CMN estabeleceu em 2021 para 2024 e adiante (e porque não 2023?) em 3%. Supostamente, segundo o presidente, estaríamos melhores com uma inflação de 4-4,5%.

Cabe apenas lembrar aos defensores da tese que em meio a incerteza, aumentos da meta não dão espaço adicional ao Banco Central, tendo em vista que muito provavelmente as expectativas Focus reagiriam negativamente à mudança de política, empurrando o juro real para baixo. Logo, para combater a inflação, o Banco Central teria que subir a Selic (e não cair, como seria o objetivo inicial da política de mudança de meta), uma vez que a alta das expectativas de inflação acabaria reduzindo o juro real, deixando-o aquém do necessário para o combate da inflação.

No cenário internacional, a desaceleração da inflação americana, somada a alguns sinais de desaceleração de alguns setores (setor imobiliário em particular), aumentou a expectativa de fim do ciclo de aperto monetário por parte do Fed.



E, de fato, na última reunião do Fomc, eles subiram 0,25p.p., em ritmo inferior ao do ciclo mais recente, sugeriram que subirão mais 0,25p.p. em março e colocaram em dúvida se precisarão de alta adicional em maio. Movimento parecido fez o Banco Central da Inglaterra (BoE) e europeu (ECB).

Em paralelo, após os protestos, a China mudou radicalmente sua política do Covid 0 e acelerou a reabertura. Dados econômicos que deprimiram em dezembro deram um salto em janeiro e sinaliza que a China pode ser uma grande surpresa positiva para o crescimento global em 2023.

Fim do ciclo de aperto monetário entre desenvolvidos e forte crescimento chinês pode ser um suporte importante para alguns erros que estamos cometendo internamente.

Neste cenário, os fundos fecharam o mês com os seguintes desempenhos:

- Quantitas FIC FIM Mallorca: 0,80% (71,57% do CDI)
- Quantitas FIM Galápagos: 0,74% (66,13% do CDI)
- Quantitas FIM Maldivas LS: 54,68% (54,68% do CDI)
- Quantitas FIA Montecristo: 3,70% (+0,34 p.p. acima do Ibov)
- Quantitas FIM Arbitragem: 0,79% (70,26% do CDI)

**Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Fevereiro/2023 será um mês para acompanhar os dados econômicos lá de fora e verificar se estão corroborando com as visões mais otimistas das autoridades monetárias dos países desenvolvidos.

**Quantitas Mallorca FIC FIM / Quantitas Galápagos FIM / Quantitas Montecristo FIA**



## Quasar

Quasar Advantage RF CP:

Sobre a performance do fundo, o destaque relevante foi o impacto da posição de Americanas, que sozinha subtraiu -1,08% da performance do fundo, além disso, tivemos alguma abertura de spread nos ativos de maneira geral, com os gestores dando preferência para manter o caixa dos fundos mais alto, assim grande parte das debêntures performaram abaixo do CDI. Com isso o fundo teve um retorno de 0,00% no mês frente ao CDI de 1,12%. Vale destacar que apesar do retorno abaixo do CDI em janeiro, o fundo tem entregado retornos consistentes com seu objetivo no longo prazo, em 12 meses o retorno foi de 100% do CDI e em 24 meses foi de 112% do CDI.

Quasar Advantage Plus RF CP:

Sobre a performance do fundo, o destaque relevante foi o impacto da posição de Americanas, que apesar de pequena, sozinha subtraiu -0,17% da performance do fundo, além disso, tivemos alguma abertura de spread nos ativos de maneira geral, com os gestores dando preferência para manter o caixa dos fundos mais alto, assim grande parte das debêntures performaram abaixo do CDI. Com isso o fundo teve um retorno de 0,87% no mês frente ao CDI de 1,12%. Vale destacar que apesar do retorno abaixo do CDI em janeiro, o fundo tem entregado retornos consistentes com seu objetivo no longo prazo, em 12 meses o retorno foi de 109% do CDI e em 24 meses foi de 118% do CDI.

Quasar Debenture Incentivado Infra RF CP:

Com relação a performance do fundo, tivemos mais um aumento marginal nos spreads em função do evento da Americanas somado ao impacto da marcação a mercado para os investidores pessoas físicas. Apesar do carregamento dos ativos ser positivo, o desempenho do fundo ficou abaixo do CDI, já que nesse mês a curva dos ativos teve ligeira abertura e o hedge ficou marginalmente abaixo, o que gerou essa abertura marginal de spread, em torno de 19 bps na carteira. Como destaque positivo tivemos a Via Paulista e negativo a BRK Maceió. No mês o fundo rendeu 0,23% contra um CDI de 1,12%, sendo que as debêntures contribuíram com 0,21% e o hedge somou 0,01%, o caixa somou 0,12% e o custos -0,10%.



Quasar Latam Bonds:

O fundo fechou o mês com uma performance positiva de 3.09%, com o yield do tesouro americano de 10 fechando cerca de 36 pontos base, as principais contribuições vieram dos papéis mexicanos e brasileiros, principalmente os mais longos e de melhor rating. Não tínhamos exposição a Lojas Americanas nem a Light, já que não gostamos do crédito de ambas.

Quasar Emerging Markets HY USD:

O fundo fechou o mês com uma performance negativa de 0.90%, a carteira de bonds subiu fortemente, mas a apreciação do real frente ao dólar, resultou no resultado negativo. As posições valorizaram fortemente com o yield do tesouro americano de 10 fechando cerca de 36 pontos base, as principais contribuições vieram dos papéis mexicanos, indianos e brasileiros, principalmente os mais longos e de melhor rating. Não tínhamos exposição a Light, já que não gostamos do crédito.

Quasar Tropos FIA:

O fundo encerrou o mês com uma rentabilidade de 3,11% contra 3,37% do Ibovespa, sendo as principais contribuições positivas de Commodities, Industriais e Serviços.

**Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Quasar Advantage RF CP:

Com o evento da Americanas o fundo teve uma redução marginal de patrimônio e somado ao cenário atual optamos por preservar o caixa, que se encontra atualmente em 35,3% do PL e a alocação em crédito em 64,7% do PL, dessa forma não participamos de novas emissões no mercado e realizamos algumas vendas para recompor o caixa. A taxa de carregamento do fundo ficou em CDI+1,19% ao ano e com uma duration de 1,18 ano. A participação das debêntures na carteira ficou em 42,2% do PL. O fundo detinha posição na debênture curta da Americanas (vencimento junho/2023), que representava 1,3% do PL no momento do fato relevante, ao final do mês com as vendas realizadas e a remarcação essa posição está em 0,1% do PL. Na parcela de letras financeiras ficamos com 15,8% do PL. Em FIDCs temos 6,6% do PL.

Quasar Advantage Plus RF CP:

Apesar do evento da Americanas o fundo tem recebido aplicações, e dessa forma tivemos um aumento marginal no patrimônio, apesar disso, com o cenário atual estamos preservando o caixa do fundo e não participamos de novas emissões. Assim o caixa ficou em 22,4% do PL e a parcela em crédito ficou em 77,6%.



A taxa de carregamento ficou em CDI+1,58% ao ano e uma duration de 1,69 ano. A participação das debêntures na carteira ficou em 52,4% do PL, já considerando as debêntures em IPCA que somam 1,3% do PL. O fundo detinha posição na debênture curta da Americanas (vencimento junho/2023), que representava 0,2% do PL no momento do fato relevante, ao final do mês com as vendas realizadas e a remarcação essa posição está em 0,02% do PL. Na parcela de letras financeiras ficamos com 16,7% do PL. Em FIDCs temos 8,4% do PL.

#### Quasar Debenture Incentivado Infra RF CP:

Ao longo do mês o patrimônio do fundo foi marginalmente negativo. Reduzimos parcialmente algumas posições que tínhamos maior exposição para diversificar mais a carteira. Dessa forma a exposição em crédito ficou em 88,1% do PL e o caixa em 11,9% do PL, ainda com folga sobre a necessidade de caixa para os resgates programados. Durante o mês reduzimos posições nos ativos que tínhamos maior concentração com o intuito de equilibrar melhor a carteira, como por exemplo, CCR e Usina de São Manoel. O carregamento do fundo ficou CDI+1,20% ao ano, para uma duration de 4,2 anos relativamente baixa para esse tipo de ativo. Mesmo com as movimentações, o fundo segue bem diversificado e não tem nenhum grupo ou ativo que represente mais de 10% de concentração, sendo que na média a alocação está na faixa de 5% do PL. Vale destacar que o fundo não possuía exposição em Americanas no momento do fato relevante e continua sem exposição no grupo.

#### Quasar Latam Bonds BRL:

A carteira passou por algumas mudanças para reduzir o risco e aumentar sua capacidade de lidar com as condições voláteis de mercado. Seguimos posicionados defensivamente em empresas de melhor grau de crédito em setores resilientes, que devem ser as primeiras a se beneficiar quando o yield do tesouro americano fecharem. O fundo tem, atualmente, um yield to worst de 8,3% com um carregamento esperado de CDI +2,3%, duration de 4,3 anos e nota de crédito média de BB-.

#### Quasar Emerging Markets HY USD:

A carteira passou por algumas mudanças para reduzir o risco e aumentar sua capacidade de lidar com as condições voláteis de mercado. Seguimos posicionados defensivamente em empresas de melhor grau de crédito em setores resilientes, que devem ser as primeiras a se beneficiar quando o yield do tesouro americano fecharem. O fundo tem, atualmente, um yield to worst de 8,9%, duration de 4,53 anos e nota de crédito média de BB-.



## Quasar Tropos FIA

Ainda vemos um mercado muito volátil, seja pelo lado corporativo, dados os recentes eventos de Americanas e Light ou pelo lado do governo, necessitando controlar as expectativas dos investidores.

Com isso, reforçamos as posições focadas em empresas líderes dos seus segmentos e que tenham exposição mais resiliente num cenário de juros altos e ao mercado local, e continuamos a monitorar a agenda política e econômica do novo governo para tomada de decisão.

**Quasar Tropos FIA / Quasar Latam Bonds BRL FIM CP IE / Quasar Advantage Plus FIRF CP LP /  
Quasar Advantage FIRF CP LP**



## Real Investor

### Real Investor FIC FIM

Em janeiro de 2023 o Real Investor FIM teve uma performance de 0,31%, versus 1,12% do CDI. Contribuíram para o resultado: nossa carteira long (ref. Real Investor FIA) apresentar um resultado inferior à carteira short (composta principalmente pelo Índice Ibovespa) no mês. A estratégia Macro teve contribuição levemente positiva para o Real Investor FIM no mês de janeiro. Contribuíram para este resultado posições compradas em índice Bovespa e posições de valor relativo em juros locais (comprada em inclinação). Em contrapartida, posições compradas em dólar foram detratoras de performance.

### Perspectivas para o mês de fevereiro:

#### Posicionamento Atual:

Seguimos bastante otimistas com a nossa carteira long versus nossa carteira vendida, mantendo nossa posição levemente direcional. Para a estratégia Macro, o cenário segue bastante incerto e demanda cautela. Por um lado, o cenário externo segue positivo para economias emergentes e ativos de risco em geral. Por outro lado, o novo governo dá sinais de adotar velhas políticas que deram errado no passado. Com isso, o foco tem sido em operações de valor relativo e operações direcionais apenas de forma tática.

**Real Investor FIC FIM / Real Investor FIC FIA - BDR Nível I / Real Investor Imobiliário FIC FIM CP / Real Investor Global FIC FIA IE**



## Rio Bravo

Janeiro começou agitado. Logo na segunda semana do mês vimos a invasão e depredação dos prédios do governo federal na tentativa, frustrada de um golpe de estado. O evento entretanto, não passou de ruído no cenário econômico, sem gerar grandes impactos em preços de ativos no curto prazo. Em horizontes mais longos a percepção de risco institucional pode penalizar ativos locais. O impacto de segunda ordem das invasões pode ser o fortalecimento do governo Lula, que foi eleito em uma eleição apertada.

Ainda que as invasões não tenham passado de ruído para o cenário, os acontecimentos políticos ainda são destaque. Ao longo de janeiro os ataques do presidente Lula à independência do BC e à meta de inflação causaram pressionaram curvas de juros e adicionaram prêmios de risco aos ativos.

Sobre a responsabilidade fiscal, tema que assombra o atual governo, houve pouco avanço. Um plano recheado de otimismo exacerbados foi apresentado pelo ministro da fazenda para consolidar as contas públicas. O plano sozinho, entretanto, não é suficiente para garantir uma trajetória sustentável da dívida. Na nossa percepção ele deverá ser conjugado com o novo arcabouço fiscal e a reforma tributária, medidas ainda não detalhadas. O anúncio do time do ministério de Simone Tebet foi uma notícia positiva, com nomes qualificados, mas não o suficiente retomar a credibilidade da política fiscal.

No cenário econômico, ainda há dúvidas sobre o processo de convergência da inflação para a meta no horizonte relevante, dadas as medidas subjacentes ainda elevadas e a deterioração recente das expectativas. No último Copom, o BC deu menos espaço para cortes de juros em 2023, reforçando o cenário fiscal desafiador e a piora em todo horizonte do relatório Focus.

Para atividade econômica, ainda observamos uma desaceleração, seguindo as expectativas. As recentes divulgações de dados de atividade apresentam mais sinais dos efeitos defasados da política monetária. O mercado de trabalho, também já apresenta alguma desaceleração na criação de vagas, mas permanece aquecido.

No cenário externo, o destaque também é da política monetária, com Banco Centrais desenvolvidos ainda preocupados com os altos níveis de inflação mas aliviando parcialmente o discurso em relação as últimas decisões. A interpretação de um discurso mais dovish das autoridades monetárias ajudou os ativos de risco por lá. Mesmo com alguma melhora da inflação, a atividade segue mostrando sinais de resiliência, com destaque para o mercado de trabalho nos EUA ainda superaquecido.



Com um ambiente de incertezas políticas no cenário doméstico, a curva de juros apresentou uma abertura ao longo de janeiro. A variação dos yields chegou a 50 bps em vértices mais longos da curva. Apesar da abertura da curva o mês foi positivo para a bolsa brasileira, que subiu 5,5%

**Perspectivas para o mês de fevereiro:**

No mês de fevereiro, o destaque ainda deve se voltar para os acontecimentos políticos, na medida em que o plano econômico do primeiro ano de mandato for se tornando mais claro, com a discussão das propostas de reforma tributária e do novo arcabouço fiscal. Em fevereiro, o congresso, que até então estava em recesso, junta-se novamente ao cenário político.

Esperamos que ao longo do mês o escopo da reforma tributária se torne mais claro. Ao que tudo indica devemos ter uma mescla das duas propostas hoje tramitando no Congresso Nacional. A base do texto deve ser o da PEC 45, hoje na câmara dos deputados e que agrada mais economistas. Elementos da PEC 110, proposta no senado, devem ser adicionados ao debate, especialmente para facilitar a tramitação. Na medida em que o debate avançar uma melhor avaliação dos efeitos poderá ser feita.

Sobre o arcabouço fiscal, investidores brasileiros esperam que o governo abandone o discurso vazio de responsabilidade fiscal e sinalize claramente seu comprometimento com a trajetória da dívida. Ainda não é claro se isso ocorrerá este mês.

Além dos detalhes e ruídos do jogo político, o cenário ainda ficará marcado por sinalizações para política monetária no Brasil e no mundo. Por aqui, os dados de inflação e a dinâmica de expectativas devem ser os principais pontos de atenção. No exterior, além da dinâmica de preços, dados do mercado de trabalho e atividade devem ditar os próximos passos do Fed.

**Rio Bravo CP FIRF / Rio Bravo Fundamental FIA / Rio Bravo Sistemático FIC FIM**



## Root Capital

### Comentário HG – Janeiro/2023

O Fundo apresentou um resultado positivo de 1,24% no mês de janeiro, acumulando 14,86% em 12 meses (116% do CDI).

Nesse mês, alocamos em 1 novo FIDCs do segmento Multi Cedente/Multi Sacado.

Em Janeiro, com a turbulência no mercado causada pelo evento Americanas, começamos a acumular algum caixa para alocação futura em debêntures, aproveitando a abertura de taxas no mercado secundário.

Importante ressaltar que o fundo não possui exposição a Lojas Americanas ou Light.

### Comentário HY – Janeiro/2023

O Fundo apresentou um resultado positivo de 1,26% no mês de janeiro, acumulando 15,57% em 12 meses (122% do CDI).

O resultado positivo reflete uma carteira com um carregamento cada vez maior.

Continuamos priorizando a alocação em papéis mais estruturados, com bom pacote de garantias e subordinação. Adicionamos uma posição em uma debênture estruturada de uma companhia, a qual possui uma combinação de fluxo de caixa, bom pacote de garantias e carregamento alto. O carregamento da carteira de crédito está em aproximadamente CDI + 4,24 % a.a.

O fundo High Yield não possuía posição nas debêntures de Lojas Americanas, portanto, não foi impactado negativamente pelo evento de crédito desta. Da mesma forma que não possui exposição aos créditos de Light Energia e CVC no momento.

### Perspectivas para o mês de fevereiro:

#### Comentário HG – Janeiro/2023

- A carteira está alocada em 38 ativos, sendo atualmente 52% do PL alocado em FIDCs, com o restante distribuído entre Debêntures, LFs e caixa.

- O carregamento bruto da carteira de FIDCs está em CDI + 4,08%.



Comentário HY – Janeiro/2023

- A carteira está alocada em ativos com um carregamento alto e bom balanço de risco/retorno
- Vamos continuar reciclando o portfólio, alocando em ativos estruturados com o objetivo de elevar o carregamento da carteira para CDI + 5,50% a.a.
- Em fevereiro estamos trabalhando nas duas operações exclusivas que mencionamos em janeiro. Também estamos analisando três operações no primário, mas o momento é de cautela e ser bastante seletivo nas oportunidades apresentadas.

**Root Capital Crédito HG Plus FIC FIM CP / Root Capital High Yield FIC FIM CP**



## RPS Capital

O fundo apresentou uma performance positiva no mês. O principal destaque positivo foi nosso book de alpha brasil, principalmente na posição comprada em empresas de e-commerce (Magazine Luiza e Mercado Livre) e empresas juniores de petróleo (3R e Petrorio), além de nossa posição “underweight” em Ambev. De destaque negativo vale mencionar nossa posição comprada no setor de Properties & shoppings. Nosso book alpha global também contribuiu positivamente no mês com nossa posição comprada em empresas de tecnologia na China (ETF KWEB). Em contrapartida, o nosso book top-down apresentou perdas em nossa posição comprada em China e Oil versus S&P.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Em nosso book alpha global continuamos com nossa maior alocação no setor de tecnologia chinesa (KWEB) em função de nossa visão positiva sobre a reabertura da economia. Soma-se a isso um marco regulatório mais favorável para gaming, fintech, etc. Temos posição comprada também em companhias de e-commerce que devem ser beneficiadas por estímulos ao consumo dado pelo governo chinês. Em nosso book alpha Brasil, seguimos com uma carteira com viés bastante defensivo. Os principais temas da carteira seguem sendo o setor de saneamento, setor elétrico, construtoras de baixa renda e empresas privadas de petróleo.

**RPS Long Bias D30 FIC FIA / RPS Selection FIC FIA / RPS Equity Hedge D15 FIC FIM / RPS Total Return D30 FIC FIM / RPS Global Macro FIC FIM**



## Safari Capital

A baixa credibilidade do novo governo havia cobrado um preço elevado nos dois meses finais de 2022, com a abertura forte nos prêmios de risco. Não fosse a forte performance das empresas de commodities, o Ibovespa teria caído ainda mais no ano passado. Já em janeiro de 2023 tivemos a outra face da moeda, com o mercado reduzindo em parte este elevado prêmio de risco.

Os anúncios do governo vieram na direção correta até agora, mas o mercado não os comprará a valor de face. À medida que o ajuste fiscal e a reforma tributária avancem, o mercado deverá performar positivamente.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Nossa carteira mescla posições nas quais deveremos gerar alfa ao longo do tempo, em prazos variáveis (varejo de alimentos, locadoras de veículos, bancos e incorporadoras de imóveis de baixa renda, principalmente) com posições de trading (empresas de commodities, principalmente) e algumas oportunidades com baixa participação no PL.

Nossa posição líquida é de 99% do PL, e à bruta, de 101%.

### **Safari 30 FIC FIM II**



## Santa Fé

O novo governo começou falando muito e assustando o mercado, de um lado o presidente criticou a autonomia do BC, a meta de inflação, o nível dos juros além de volatar a falar em emprestar para os países vizinhos via BNDES, de outro lado a nova equipe econômica procurou defender a responsabilidade fiscal mas falou mais do que efetivamente fez ou mostrou que vai fazer, muitas promessas e pouca ação efetiva, o resultado disso foi que o Brasil teve uma performance muito inferior aos seus pares emergentes e a curva de juros fechou pouco perto do que poderia ter fechado. Acreditamos que os emergentes serão o destaque em 2023 e temos chance de ser a cereja do bolo desde que Brasília não atrapalhe.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Seguimos otimistas quanto a performance do mercado de ações e acreditamos que 2023 será o ano dos emergentes que já foram destaque desde a retomada dos mercados em outubro, seguimos comprados em bolsa brasileira e também americana mantendo alguma exposição em China. Seguimos acreditando que a curva de juros deverá fechar mais e mantemos posição em NTNBS com vencimentos em 2025,2026 e 2050.

**Santa Fé Aquarius FIM / Santa Fé Scorpius FIA / Santa Fé Agro Hedge FIC FIM**



## Schroders

Janeiro foi um mês positivo para os mercados de ações no Brasil e no mundo. O Ibovespa encerrou o primeiro mês do ano subindo 3,37%, já no cenário externo vimos um maior apetite a risco: índices como MSCI World e MSCI Europe subiram 7% e 6,73%, respectivamente. Nos EUA, os principais índices também tiveram uma performance positiva, com destaque para NASDAQ que subiu 10,7% no mês, seguido pelo S&P 500 (+6,2%) e Dow Jones (+2,8%). A performance dos mercados foi principalmente resultado de uma perspectiva mais positiva para o ciclo de aperto monetário do Fed, somado a uma inflação menor do que o esperado nos EUA.

No campo fiscal, o ministro da Fazenda, Fernando Haddad, apresentou um pacote fiscal de mais de R\$ 240 bi para equilibrar as contas públicas, sendo boa parte desse montante composto por aumento de impostos. O mercado tem dúvidas da viabilidade desse pacote conseguir neutralizar o déficit das contas públicas, potencializado pela PEC de Transição. O ministro também prometeu entregar uma nova proposta de âncora fiscal até abril.

- O Schroder Core Plus FIC FIA fechou o mês com performance positiva em 3,4%, acumulado em 2023 de 3,4%, em 12 meses 2%.

- O Schroder Best Ideas FIA fechou o mês com performance positiva em 4%, acumulado em 2023 de 4%, em 12 meses 4,9%.

- O Schroder Estratégias Globais Retorno Absoluto IE FIM fechou o mês com performance de 1,7%, acumulado 2023 em 1,7%, 12 meses de 8,3% e 24 meses 15,56%.

- O Schroder Tech Equity Long & Short FIC FIM IE fechou o mês com performance positiva de 5,4%, acumulado em 2023 de 5,4%, em 12 meses 5%, em 24 meses 5,2% e desde o início de 21,7%.

- O Schroder Sustentabilidade Ações Globais FIC FIA IE fechou o mês com performance positiva em 1,7%, acumulado em 2023 de 1,7%, em 12 meses -11%, em 24 meses -4,4% e desde o início 13,2%.

- O Wellington Schroder GAIA FIC FIM IE fechou o mês com performance de -0,3%, acumulando em 2023 0,3%, em 12 meses 11,9% e em 24 meses 23,6%.



**Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Persistem preocupações com a escalada da inflação, problemas na cadeia de suprimento global, preços elevados da energia e mudanças no ambiente regulatório em alguns países. As perspectivas para 2023 continuam contraditórias, com a probabilidade de que o aperto fiscal e monetário atenuem a recuperação em curso. Mantemos um viés na direção da qualidade e estamos concentrados na seleção de ações. Permanecemos conscientes do risco de inflação e da taxa de juros na carteira e estamos gerenciando nossas posições de acordo com esses fatores. Seguiremos reduzindo posições em empresas domésticas e aumentando a exposição em empresas de commodities e bancos, dada uma maior incerteza em relação à política fiscal do próximo governo. Seguiremos reduzindo posições em empresas domésticas e aumentando a exposição em empresas de commodities e bancos, dada uma maior incerteza em relação à política fiscal do próximo governo.

**Schroder Wellington GAIA USD FIM IE / Schroder Wellington GAIA FIC FIM IE / Schroder Tech Equity Long & Short FIC FIM IE**



## Set Investimentos

Em janeiro Índice da Bolsa Brasileira subiu +3,37%.

O fundo Set FIA apresentou uma alta de + 4,62%.

Os principais destaques positivos da carteira do fundo foram as ações da Eternit, com alta de + 32,18%; SLC Agrícola, com alta de + 9,36% e Eztec, com alta de + 9,08%.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Continuamos otimistas com o cenário de longo prazo.

Mantemos nossa alocação próxima a 99% do Patrimônio Líquido do fundo comprado em ações de boas empresas brasileiras.

Nosso foco é investir em ações de empresas sólidas, com baixo nível de endividamento e bons padrões de governança corporativa.

### **Set FIA**



## SFA Investimentos

O ano de 2022 terminou avesso ao risco, com a discussão de uma PEC que quebrou a regra fiscal vigente de um governo que ainda não tinha assumido, e o ano de 2023 começou bastante agitado. Tivemos a manifestação em Brasília que se transformou em ato de vandalismo com saques e destruição de várias instituições nacionais. Além disso, o receio pela direção fiscal do país continua e fez a curva de juros abrir ainda mais, o que aumenta o prêmio de risco exigido nas ações. Para finalizar, tivemos ainda a revelação das inconsistências contábeis na Americanas que traz mais notícia negativa para os investidores em ações e coloca em dúvida o trabalho de diligência dos bancos, auditorias e investidores de forma geral. Pelos dados mais recentes, os fundos de ações continuam sofrendo resgates devido à taxa de juros ainda alta e a aversão ao risco pelos fatores citados. Apesar de tudo, o Ibovespa fechou em alta de 3,4%. O que mais impressiona que desta vez, foi que as ações de estatais e de consumo doméstico contribuíram para a alta e não somente as ações de commodities que se beneficiam de um dólar mais alto, o mercado mais uma vez agindo contra a intuição. Parte da alta, é explicada pelo bom desempenho dos índices acionários americanos, o ano começou nos EUA com melhores expectativas sobre o caminho da inflação. No ano, o mercado ainda vai estar de olho no FED. E acreditamos principalmente que a alta pode ser justificada pelos fundamentos. Apesar dos investidores estarem ainda na expectativa em relação ao novo governo e ainda com muita incerteza do lado fiscal, nos chama a atenção o nível de precificação dos ativos brasileiros. Muitas empresas, analisando por várias métricas, ainda estão em nível de precificação equivalentes ao de 2015, no auge da crise que o país viveu no governo Dilma, o que parece ser um nível de pessimismo, por enquanto, exagerado. A alta vai em pouco em linha com o que defendemos na SFA: no final, o que importa como investidor em empresas é a geração de valor.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

O mês mais curto do ano vai ficar mais curto ainda por conta do Carnaval, que cai no final deste mês, porém o mercado de renda variável vai continuar agitado por conta da temporada de resultados. O resultado do 4T22, a esta altura, é passado e as empresas devem divulgar em sua maioria, resultados em linha com a expectativa do mercado, mas o mercado estará prestando atenção nas teleconferências de resultados onde as empresas devem guiar o mercado de forma direta ou indireta para o ano de 2023 com as expectativas correntes.



Do lado positivo, alguns dos acontecimentos do mês de janeiro estão pacificados, a manifestação violenta em Brasília pareceu ser um episódio isolado e a Americanas, embora tenha muita coisa para entender do que realmente aconteceu, parece também ter um efeito limitado nos bancos, que devem apresentar um prejuízo, mas nada que não faça parte do negócio, e parece que não existe um risco sistêmico de práticas semelhantes em outras empresas de varejo. A temporada de resultado também acontece nos EUA que juntamente com a expectativa de desinflação devem também ajudar a movimentar o mercado brasileiro.

**SFA FIC FIA BDR Nível I**



## SFI Investimentos

No mês de janeiro o dólar encerrou com queda de 3,8% atingindo o preço de R\$ 5,077. Já o Ibovespa valorizou 3,4%. O indicador prévio de inflação, IPCA-15, indicou alta de 0,58% dos preços ao consumidor, acumulando alta de 5,87% em 12 meses, este indicador de inflação tem mostrado queda desde o pico de maio de 2022 no qual alcançou 12,2% ao ano. No mês todos os grupos de despesas apresentaram alta, com destaque no mês para o grupo de Comunicação (2,36%), Saúde e Cuidados Pessoais (1,1%).

Os contratos de juros DI para um dia fecharam o mês com leves baixas para os vencimentos curtos, porém sem mostrar interrupção na alta dos últimos meses, enquanto os vencimentos médios e longos fecharam com alta no mês. As estimativas de taxa de inflação do relatório Focus apontaram no mesmo sentido de piora, com alta do IPCA tanto no curto prazo quanto no médio prazo, o que já tem chamado a atenção do mercado. Por outro lado, gestores de títulos públicos têm aproveitado a oportunidade de arbitragem com o juro real brasileiro que já passa dos 7% ao ano.

O desemprego no país manteve sua trajetória de queda saindo dos 8,3% para 8,1% ainda sem refletir o aumento da taxa de juros iniciada em 2021, podendo indicar que ainda há liquidez para ser enxugada pelo Banco Central.

A cena política foi destaque no mês, com o governo sinalizando pela primeira vez quais são suas prioridades para a economia no primeiro ano do mandato do novo presidente. Entre elas, a aprovação já no primeiro semestre da reforma que, segundo o Ministro da Economia Fernando Haddad, será votada pela Câmara dos Deputados até abril e incluirá a adoção do Imposto Valor Agregado (IVA).

A previsão é de que a criação do IVA ocorra sem aumentar a carga tributária e então, em um segundo momento serão revistas as alíquotas com possibilidade de que ocorrer diminuição do tributo sobre o consumo e proporcionalmente alíquotas maiores para tributação sobre a renda.

No Fórum Econômico Mundial em Davos, o ministro também informou que a reforma tributária terá como prioridade extinguir o Imposto sobre Produtos Industrializados. Somando a isso, afirmou que o governo dará início nos diálogos para a adesão à Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE).

Nos Estados Unidos a inflação dos últimos doze meses continua recuando, dessa vez de 7,1% para 6,5%, o que tem feito com que analistas afirmem que é menor a pressão do FED para conter a inflação e há maior possibilidade de que as altas de juros se encerrem antecipadamente.



Na mesma linha, a Zona do Euro também presenciou recuo da inflação em doze meses, dos anteriores 9,2% para 8,5% nos últimos doze meses.

**Perspectivas para o mês de fevereiro:**

O cenário externo segue apresentando sinais de melhora da inflação, contudo sem que ainda se possa converter em otimismo, dado a grande defasagem entre os aumentos das taxas de juros e os efeitos na economia. Por outro lado, novos lockdowns na China podem voltar a desorganizar as cadeias de suprimentos e no país já há discussões sobre rever a política de Covid zero.

Os aumentos de taxa de juros nos países desenvolvidos continuam gerando revisões para baixo no lucro das empresas, pressionando as margens, diminuindo a previsão de demanda e encarecendo o custo de capital, nos próximos meses se a queda da inflação se concretizar nos países desenvolvidos, poderemos ver saídas de capital do Brasil em direção aos juros reais positivos das grandes economias com moeda forte. A escalada dos juros também tem revisado para cima as expectativas de custo da dívida dos países desenvolvidos e o Brasil não está isento deste efeito pois já sofre com o aumento das despesas com juros da dívida pública.

Neste mês de janeiro tivemos no Brasil as primeiras indicações das prioridades do Ministro da Economia para o primeiro semestre, entre elas a Reforma Tributária com a criação do IVA e votação na Câmara dos Deputados já em abril, o que se concretizado poderá ser a maior reforma estrutural na economia desde o Plano Real.

Contudo, apesar da boa notícia no âmbito das reformas, o mercado segue elevando a perspectiva de inflação no longo prazo e com isso os prêmios de risco, o que indica para a desconfiança em relação ao atual governo na sua capacidade de executar um plano de gastos responsável.

No mês de janeiro de 2023 o Fundo de Investimento gerido pela SFI Investimentos, Artemis FIRF CP manteve posição defensiva com foco em proteção de capital na escolha dos ativos, tendo vista o cenário de aumento dos prêmios de risco, assim, o fundo fechou o mês com rentabilidade de 0,75%, acumulando neste mês rentabilidade de 67,08% do CDI.

**SFI Artemis FIRF CP**



## Sharp Capital

O mercado acionário local acompanhou os mercados externos na valorização ao longo de janeiro, aliviando portanto parte do desempenho negativo do final do ano passado. O grande foco doméstico continua sendo a descoberta das primeiras atitudes práticas do governo, em meio a muito ruído e desinformação. Nesse mês os fundos apresentaram desempenhos melhores que os índices, apesar da postura mais defensiva e do caixa elevado, devido à alguns investimentos específicos cujas ações tiveram forte valorização, como Mercado Livre, XP e PetroRio.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Aproveitamos o desempenho favorável para realizar alguns desinvestimentos parciais, mantendo portanto uma postura marginalmente mais cética dadas as incertezas de cenário e valuations menos convidativos.

### **Sharp Long Biased Feeder FIC FIA / Sharp Equity Value Feeder FIC FIA**



## Simétrica Investimentos

Mesmo com nossos BDRs sendo impactados negativamente em 4,5% pela apreciação do Real frente ao Dólar Iniciamos o ano com rendimento de +3,63% gerando um alfa de 0,26% em janeiro. Para isto, tivemos uma forte redução nos setores financeiro, construção e de máquinas e equipamentos e aumento em petróleo e siderurgia.

Já nos EUA os ganhos foram de 2,8% (Dow Jones), 6% (S&P 500) e 10,6% (Nasdaq). O PIB do 4T22 subiu 2,9%, resultado acima do esperado. O aperto monetário está gerando uma desaceleração na demanda.

No velho continente, os indicadores de inflação seguem pressionados e isso deve fazer com que o Banco Central Europeu mantenha uma postura defensiva.

No Brasil o fluxo de capital estrangeiro teve mais um mês positivo com a entrada de R\$ 12,55 Bi em janeiro

O desemprego segue baixo e acreditamos que essa tendência deve continuar para os próximos meses.

Sem surpresa, o Comitê de Política Monetária (Copom) manteve a taxa Selic em 13,75% a.a. na reunião de fevereiro. O comunicado trouxe projeções mais elevadas para a inflação do próximo ano. O novo arcabouço fiscal está prometido para abril, o que é muito tempo para ficar no escuro.

Outra boa notícia, foi aprovado em Assembleia a alteração do fundo para BDR nível I que trará mais liberdade nos investimentos em BDRs.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Para 2023 todos os holofotes apontam para as decisões do governo recém-empossado, com destaque para o âmbito fiscal, a elevação de impostos, a reforma tributária e até para o reajuste do salário mínimo.

### **Simétrica BR FIA**



## SOMMA Investimentos

Fundo Crédito Torino: O mês de janeiro foi marcado pelo anúncio da Recuperação Judicial da Americanas S.A., que repercutiu tanto no mercado de ações, com desvalorização acentuada nos ativos, quanto no mercado de crédito privado, em que os títulos chegaram a ser marcados a 0. No dia 11/01 a companhia divulgou fato relevante informando a existência de inconsistências contábeis na ordem de R\$ 20 bilhões, sem maiores detalhes. Até a data de elaboração desta carta a Americanas possuía aproximadamente R\$ 48 bilhões de dívidas declaradas, mais do que o dobro do que foi reportado em seu último balanço. Este valor ainda pode ser atualizado.

A Recuperação Judicial é um processo no qual a companhia mantém suas operações normalmente enquanto renegocia suas dívidas. Nesse processo é elaborado um plano de reestruturação do passivo que geralmente envolve uma concessão por parte dos credores, seja em um desconto dado em cima da dívida, ou alongamento de prazo, e também um aporte de capital por parte dos acionistas. Uma vez finalizado o plano, a tendência é que os ativos de Americanas voltem a ter valor no mercado, ou sejam substituídos por novas dívidas com condições de pagamento adequadas à nova situação da companhia, o que poderia representar um ganho nas carteiras que possuem dívidas do emissor.

Este efeito de valorização dos ativos pode ocorrer mesmo antes do fim da reestruturação. Durante o andamento do processo, caso haja sinais positivos com relação às negociações, o mercado já começa a precificar os ativos, também provocando ganhos para os detentores das debêntures.

Com o pedido de Recuperação Judicial, todos os ativos da companhias foram declarados vencidos – e não pagos – o que culminou na marcação de seus valores a 0. Na última semana de janeiro, após serem observadas negociações de debêntures da Americanas entre 10% e 15% do valor de face, os títulos passaram a ser marcados a 12% do valor original.

É importante reforçar que a marcação ocorreu inteiramente no mês de janeiro, sendo que não esperamos uma nova variação relevante no preço do ativo para o curto prazo.

Um outro efeito que a recuperação judicial de americanas pode trazer para o mercado de crédito privado é a fuga de recursos dos fundos de renda fixa. O “caso Americanas” pode motivar resgates nos fundos, o que obriga os gestores a venderem parte de sua carteira, aumentando o spread de crédito dos ativos.



No mês de janeiro observamos uma elevação do spread de crédito médio, medido pelo IDEX-JGP na ordem de 0,24 pontos percentuais, fechando o mês em CDI + 2,10% a.a. Já o spread médio medido pelo IDA-DI, índice de debêntures da ANBIMA, saiu de CDI + 1,71% a.a. no final de dezembro para CDI + 1,83% a.a. em janeiro.

Entendemos esses efeitos indiretos como temporários, motivamos pelo fluxo de recursos e pela aversão ao risco do investidor no curto prazo. Junto a isso, o mercado também oferece diversas oportunidades para aquisição de títulos de alta qualidade a preços mais baixos, o que pode ser benéfico para portfólios que possuem passivos de melhor qualidade.

No mês de janeiro o retorno do SOMMA TORINO FI RF CRED PRIV foi de 0,10% contra 1,12% do CDI (equivalente a 9% do CDI). Em 12 meses o fundo acumula retorno de 13,03% contra 12,81% do CDI (equivalente a 102% do CDI).

O resultado do fundo foi fortemente influenciado pela remarcação das debêntures de Americanas. Inicialmente a carteira possuía 1% de exposição no portfólio que foi responsável pelo impacto de -0,88% na performance do mês. Neste momento o Torino possui 0,12% de exposição em um ativo da companhia.

Fundo Fundamental: No mês de janeiro o SOMMA Fundamental FIA teve rentabilidade de 3,81% frente ao Ibovespa que valorizou 3,36%. Em 12 meses o fundo tem rentabilidade de 7,01%, enquanto seu benchmark sobe 1,14%.

Para o mercado de ações tanto no cenário local, quanto nos mercados internacionais, a dinâmica foi positiva, com os índices de ações subindo de maneira intensa, principalmente na China e na Europa. Os principais triggers que corroboraram para o movimento foram, o ciclo de alta de juros no EUA que pode estar chegando ao fim dado, que a política econômica já aplicada, pode ter efeito marginal na inflação. Além disso, a reabertura econômica chinesa trouxe certa resiliência ao preço das commodities, prolongando o desempenho positivo das ações destas empresas. Ainda que o governo chinês tenha traçado uma meta de crescimento de Pib em 5,5%, o que é menor do que a média dos anos anteriores, ainda assim o crescimento é alto e representativo sendo fundamental na cadeia de exportação do Brasil.

Fundo Institucional: O mês de janeiro foi marcado por uma continuação na incerteza fiscal no Brasil, com diversas críticas do presidente Lula ao Banco Central e a seus membros. Esses comentários geraram ruídos refletidos principalmente na curva de juros, que fechou o mês em alta. Já o mercado de câmbio se beneficiou de um cenário global de dólar mais fraco para se valorizar mesmo diante de um cenário local ruim.



No mercado internacional, tivemos um mês mais otimista em relação a economia global, com mercado precificando a taxa de juros americana mais baixa do que comentários do FED, o que criou um cenário de dólar mais fraco e precificações de taxa de juros mais baixas tanto em países desenvolvidos quanto emergentes. No Japão o banco central decepcionou o mercado ao não comunicar nenhuma mudança em sua política durante a reunião de política monetária, dado que o mercado esperava nova alteração na política de controle da curva de juros.

O mês do SOMMA Institucional FIM foi abaixo do esperado, tendo um retorno de 0,99%, abaixo do CDI, puxado principalmente pelo retorno negativo no segmento de renda variável.

Fundo Economia: Durante o mês de janeiro, os principais desafios enfrentados no cenário brasileiro foram os ruídos gerados pelas comunicações do presidente Lula e de seus ministros, com destaque para o atrito gerado com o Banco Central, com questionamentos sobre a independência da instituição e a possibilidade de alteração da meta de inflação.

No cenário internacional, o mês teve saldo positivo. Houve o processo de reabertura da China, com os dados de atividade do mês já apontando melhora em comparação a dezembro - cenário que favorece economias dependentes das importações chinesas. Além disso, o inverno mais brando e dissipação dos problemas energéticos na Europa, favorece um cenário desaceleração mais suave. Com perspectivas mais otimistas associadas à essas duas regiões, além de um mercado de trabalho e consumo mais resilientes nos EUA, projeções de crescimento para a economia global agora são mais otimistas.

#### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Fundo Crédito Torino: Para fevereiro esperamos uma abertura nos spreads de crédito motivada pelos efeitos indiretos do caso da Americanas S.A., o que deve ser temporário e de curto prazo. Ainda projetamos um ano de juros altos, o que é o maior fator de atração de recursos para a renda fixa. Dessa forma o movimento de alta na taxa dos títulos deve encontrar um limite, quando deverá convergir para os níveis anteriormente observados.

No âmbito das emissões primárias de dívidas esperamos um primeiro trimestre bem fraco, dado a disfuncionalidade do mercado neste momento. As companhias e os bancos de investimento deverão esperar uma maior estabilidade no preço dos ativos para voltarem a realizar novas ofertas de títulos no mercado.

Fundo Fundamental: Ainda que o mercado de capitais local tenha iniciado o ano com baixa aversão a risco, os desafios são enormes do ponto de vista de ancoragem da credibilidade e expansão fiscal.



A proposta do novo governo será determinante para a trajetória das contas públicas. Se a conduta for responsável veremos espaço para diminuição dos juros, acomodação macroeconômica no país, com as empresas desalavancando seus balanços novamente, melhorando desta forma a expectativa de lucro das empresas; e isso se refletirá no mercado de ações. Contudo, reforçamos, a conduta precisa ser necessariamente responsável do ponto de vista fiscal.

Fundo Institucional: Para o mês de fevereiro esperamos que o mercado local ainda seja guiado por ruídos criados pelo governo, algo que deve ser recorrente ao menos no primeiro trimestre, até que tenhamos a apresentação de algumas reformas. Já no mercado internacional, esperamos um mercado bastante sensível a indicadores econômicos. Apesar de mais otimista, mercado ainda está frágil e bastante atento a dados de inflação e atividade.

Fundo Economia: Para o cenário doméstico, as expectativas são de continuidade da volatilidade associada ao cenário político. Além disso, com o fim do período de recesso no Congresso, espera-se a continuidade das discussões envolvendo a reforma tributária.

No cenário internacional, o foco deve ser os EUA. Os dados do Consumer Price Index (CPI) mostrando a inflação em queda podem trazer alívios, mas com o mercado de trabalho ainda robusto e o crescimento de salários ainda elevados, espera-se declarações mais duras por parte dos dirigentes do FED.

**SOMMA Torino FIRF CP**



## Sparta

O mês de janeiro foi surpreendentemente agitado. No dia 08/jan, manifestações violentas em Brasília chocaram o país. Poucos dias depois, em 11/jan, a Americanas, que tem como acionistas de referências o trio mais rico do Brasil, tornou público um escândalo sem precedentes: um rombo financeiro da ordem de R\$ 20 bilhões. Por termos debêntures da Americanas em várias estratégias, estamos acompanhando de perto os desdobramentos do caso. Além disso, pela relevância de Americanas no mercado de crédito privado, estamos acompanhando as externalidades que esse tipo de evento pode trazer, seja do lado dos riscos, seja do lado das oportunidades. Para os fundos que tinham exposição em Americanas, estamos mantendo as posições. Esses fundos tiveram o desempenho afetado em jan/23, dado que os administradores já marcaram essas posições a cerca de 10% do valor de face. Acreditamos que o valor de recuperação é significativamente maior, mas os impactos positivos devem acontecer ao longo do tempo. Por outro lado, caso um investidor opte por resgatar seus recursos agora, tornará essa perda permanente. Nos fundos de infraestrutura (debêntures incentivadas), não tínhamos exposição. Logo após o anúncio da Americanas, ampliamos o nível de caixa dos nossos fundos. Tínhamos duas preocupações: estávamos nos preparando para um eventual aumento nos pedidos de resgate dos nossos fundos, e com receio que pedidos de resgate mais significativos nos fundos mais líquidos do mercado pudessem levar a vendas significativas de ativos de crédito privado em geral. Nesse último caso, poderiam surgir grandes oportunidades para comprarmos bons ativos com descontos significativos, tal qual aconteceu no início da pandemia em 2020. Nos dias seguintes, vimos pedidos de resgate apenas ligeiramente maiores que o usual em nossos fundos, sem impactos materiais. E monitorando os fundos mais líquidos do mercado, notamos que os pedidos de resgate em geral não foram tão significativos. Os preços cederam um pouco, deixando os spreads de crédito um pouco mais elevados, mas sem solavancos. Provavelmente a aversão a risco em geral pelo cenário macro, junto com uma marcação muito rápida da posição em Americanas e uma taxa Selic elevada evitaram pedidos de resgate massivos. Ouvimos muito a seguinte pergunta: “Sair do crédito pós-fixado e alocar em que?” Seguimos com caixa mais elevado para aproveitar oportunidades. Aqui, vale lembrar que desde 2020, alguns dos nossos fundos tem um mecanismo que dá um desconto na taxa de administração sobre a parcela em caixa, mitigando o impacto na rentabilidade.



**Perspectivas para o mês de fevereiro:**

O cenário está muito favorável para aplicações de renda fixa de baixo risco, como o pós-fixado e o crédito high grade. Do ponto de vista macro, o grau de incerteza com a política econômica do novo governo continua elevado. Além disso, o mercado segue preocupado com a inflação, e uma redução na taxa Selic em 2023 não é óbvia. Existe quem ache inclusive que pode ter alta da Selic. Consequentemente, o rendimento real embutido na renda fixa atualmente são altamente convidativos. No crédito, estamos num momento em que existe uma diferença bastante significativa entre as empresas com maior e menor musculatura financeira. No primeiro caso, são empresas mais resilientes, que o custo mais alto da dívida não implica em risco de crédito muito mais elevado. Nesses casos, o grosso do ônus recai sobre o acionista, e não sobre o credor. É nesse universo que atuamos, e que estamos prontos para aproveitar as oportunidades. Já para empresas mais frágeis, com modelos de negócios mais cíclicos ou que enfrentem alguma situação mais peculiar, o risco de crédito pode ser significativamente maior, eventualmente comprometendo os números da empresa de forma material. Estamos mais cautelosos com estruturas que focam nesse tipo de risco de crédito.

**Sparta Cíclico FIM / Sparta Premium FIC FIRF / Sparta Top FIC FIRF CP LP / Sparta Debêntures Incentivadas FIIIRF / Sparta Max FIC FIRF CP LP / Sparta Debêntures Incentivadas 45 FIC FIII RF / Sparta Top Inflação FIC FIRF CP LP**



## SPX Gestão de Recursos

No mercado de juros, estamos aplicados nos países onde acreditamos que o próximo grande movimento será de queda dos juros, mantendo algumas posições tomadas em taxas nos países atrasados no ciclo de aperto monetário. Nos mercados de moedas, estamos com posições relativas em moedas de países emergentes e desenvolvidos. No book de ações, nossas alocações estão concentradas em posições relativas em mercados emergentes. Nas commodities, estamos sem posições relevantes. Nos mercados de crédito desenvolvidos, zeramos as posições vendidas em índices corporativos dos EUA e permanecemos comprados em papéis de duração curta e em papéis High Yield de alta qualidade. No mercado de crédito emergente, aumentamos nosso risco via bonds com valuation atrativo. Continuamos focando nos setores de energia/petróleo. Também reduzimos nossa posição vendida utilizando instrumentos líquidos como índices, movimentos que levaram a uma maior exposição direcional no mês.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

A perspectiva de crescimento na Europa e China continua melhorando, com a redução nos preços de commodities energéticas e o fim da política de tolerância zero contra a Covid-19. Por outro lado, a economia americana segue desacelerando gradualmente. Essa dicotomia está levando a uma divergência, com o Fed indicando que o fim do ciclo de altas está próximo, enquanto o ECB ainda indica mais altas de juros à frente.

No Brasil, tivemos o episódio lamentável dos ataques em Brasília no dia 8 de janeiro. Porém, esse episódio parece ter afetado pouco a dinâmica dos preços de ativos. Em compensação, algumas declarações do presidente Lula questionando o patamar da meta de inflação colaboraram para intensificar o processo de deterioração das expectativas.

**SPX Falcon Institucional FIC FIM / SPX Falcon FIC FIA / SPX Nimitz FIC FIM / SPX Seahawk FIC FIRF CP LP / SPX Seahawk Global FIC FIM CP / SPX Patriot FIC FIA**



## Sterna Capital

Em nossa última carta mensal, alertamos para o risco de uma crescente inconsistência entre as políticas fiscal e monetária. Argumentamos que, em um ambiente de desaceleração econômica (que já aparece claramente nos últimos indicadores) e inflação ainda bem acima da meta, a continuidade de uma política fiscal expansionista poderia colocar o Banco Central numa posição bastante delicada – sem espaço para afrouxar a política monetária, mas sob pressão cada vez maior para cortar os juros e estimular a atividade econômica. Embora, em tese, a independência do BC deveria blindá-lo desse tipo de pressão, sabemos que a realidade brasileira é bem mais complexa, como deixou clara a rapidez com que os governos Bolsonaro e Lula se uniram ao Congresso Nacional para desmontar o teto de gastos instituído por uma emenda constitucional.

Todavia, o cenário de confronto entre o executivo e o BC parece ter chegado mais cedo que esperávamos. Em recente entrevista a uma rede de televisão, o Presidente Lula disse que é uma “bobagem” achar que um banco central independente atua melhor que um banco central que se reporta diretamente ao Presidente da República, e emendou: “Por que o banco é independente e a inflação está do jeito que está e o juro está do jeito que está? Você estabeleceu uma meta de inflação de 3,7%. Quando você faz isso, você é obrigado a arrochar mais a economia para poder atingir aqueles 3,7%. Por que precisava fazer 3,7%? Por que não fazer 4,5%, como nós fizemos?” Portanto, antes mesmo de completar um mês na presidência, Lula já desferiu duros golpes no teto de gastos e na independência do BC, ambos descritos como “bobagens”.

Apesar disso, é importante ressaltar que outros membros da administração federal continuam transmitindo uma mensagem de cautela, sobretudo no que tange à política fiscal. O esforço mais importante feito pelo governo até agora para sinalizar algum comprometimento com o necessário ajuste fiscal foi a divulgação de um conjunto de medidas pelo Ministério da Fazenda em janeiro com o objetivo de reduzir o déficit primário de 2,16% do PIB previsto pela lei orçamentária deste ano.

O maior problema do pacote fiscal anunciado, porém, é a incerteza que paira sobre várias medidas. Embora a apresentação do governo descrevesse medidas que economizariam um total de BRL243bn (2,3% do PIB), o próprio Ministro da Fazenda Fernando Haddad deixou claro que espera um efeito bem mais modesto, capaz de reduzir o déficit primário para algo entre 0,5% e 1,0% do PIB.



Das medidas apresentadas, a reestimativa das receitas tributárias (BRL36bn), a reoneração do PIS/COFINS sobre receitas financeiras (BRL4bn) e a redução do aproveitamento de créditos tributários do ICMS (BRL30bn) parecem factíveis. Entretanto, outras medidas com foco na receita como o aumento do PIS/COFINS sobre combustíveis e as medidas para redução de litigiosidade do CARF enfrentam restrições e permanecem incertas. Do lado das despesas, o governo provavelmente conseguirá alguma melhora, mas não está claro se a meta de redução de BRL50bn prevista no plano é realista.

De maneira geral, apesar das ressalvas, acreditamos que o pacote fiscal foi um anúncio positivo que aponta para a direção correta e reduzimos nossa projeção para o déficit fiscal primário este ano de 1,5% para 1,0% do PIB.

**Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Ainda mais importante que as medidas fiscais de curto prazo, porém, será a nova “âncora fiscal” que o governo promete anunciar até abril. Com o desmonte do teto de gastos, é fundamental que o país adote algum mecanismo fiscal crível que permita estabilizar a razão dívida pública/PIB ao longo do tempo. Além disso, o mercado irá monitorar continuamente o risco de descontrole de políticas parafiscais (sobretudo através de crédito subsidiado oferecido pelo BNDES) e o risco de reversão de avanços cruciais como a reforma da previdência e a reforma trabalhista.

Temos, portanto, um cenário ainda bastante incerto. Embora a equipe econômica mostre cautela e pareça comprometida com um ajuste fiscal de longo prazo, o Presidente Lula segue firme com um discurso de caráter evidentemente populista. Em meio a esses sinais contraditórios, não sabemos como o ambiente político ainda extremamente volátil influenciará as decisões do governo no âmbito econômico. Tampouco sabemos se o governo terá condições políticas de levar adiante iniciativas potencialmente positivas para o crescimento econômico como a reforma tributária, e como reagirá se não conseguir aprová-la.

No final das contas, medidas e resultados concretos no âmbito fiscal determinarão se o Banco Central terá condições para relaxar a política monetária no segundo semestre ou se entrará em rota de colisão com o governo. Se prevalecer a visão equivocada de que “responsabilidade social” não é compatível com responsabilidade fiscal e não houver uma sinalização de controle fiscal a médio e longo prazo, o resultado inevitavelmente será mais inflação, taxas de juros mais altas e menos crescimento – e, portanto, uma deterioração das condições de vida da maior parte da população.



Não podemos deixar de mencionar também o imbróglio envolvendo as Lojas Americanas. A surpreendente inconsistência contábil de BRL20bn alegada pelo ex-CEO da empresa não apenas desencadeou uma correção brutal nas ações e títulos da empresa, como também abalou a confiança dos investidores nas demonstrações contábeis das empresas de capital aberto de maneira geral. Nós felizmente não tínhamos nenhuma exposição às Americanas, mas muitos fundos – incluindo fundos DI de bancos comerciais – tinham papéis da empresa em seus portfólios. Além do efeito direto deletério sobre os credores da companhia, a perda de confiança pode aumentar o custo das empresas que buscam se financiar no mercado de capitais, dificultando investimentos produtivos.

Por outro lado, o ambiente internacional nos parece marginalmente melhor. Embora o cenário básico ainda seja de desaceleração econômica global esse ano, tivemos algumas notícias positivas. Na China, a surpreendente decisão do governo de eliminar muitas das restrições impostas para controlar a pandemia de Covid sugerem aceleração da atividade econômica nos próximos meses. Os números de atividade na Europa também têm surpreendido positivamente, ao mesmo tempo em que a inflação dá sinais de arrefecimento com o preço do gás em queda. Os últimos números de inflação nos Estados Unidos também vieram abaixo do esperado, permitindo ao Fed reduzir o ritmo de elevação de juros e vislumbrar o final do ciclo de aperto monetário.

Isto posto, é preciso destacar que o Banco Central Europeu ainda mantém um discurso “hawkish” e deverá elevar sua taxa de juros em pelo menos mais 100 pontos base. Nos Estados Unidos, embora o mercado já precifique um corte de juros antes do fim do ano, esse cenário ainda parece pouco provável, considerando-se que o mercado de trabalho continua bastante pressionado. Nesse ambiente, uma melhora das condições financeiras (refletindo, por exemplo, juros de mercado menores e ações mais valorizadas) não ajuda o trabalho do banco central. Para que o Fed possa relaxar sua política monetária esse ano, a economia provavelmente terá que desacelerar muito mais do que o mercado espera. Além disso tudo, não podemos menosprezar o risco geopolítico, pois a guerra na Ucrânia está perto de completar um ano sem nenhum desfecho à vista.

**Sterna Total Return FIC FIM**



## Studio Investimentos

Dois temas globais viabilizaram a melhora dos mercados de risco no início de 2023: a reabertura da China, retomando a mobilidade das pessoas e, por consequência, o consumo; dados mais benignos da inflação nos Estados Unidos, que deve permitir que o ritmo de subida do juro americano diminua. Isso permitiu que a bolsa no Brasil tivesse desempenho positivo, a despeito das preocupações dos investidores locais com, principalmente, a desancoragem fiscal gerada pela falta de um plano claro de reforma do novo governo.

Em nossa mais recente carta mensal comentamos a posição que temos em PRIO. A PRIO é a maior produtora independente de petróleo no Brasil, tendo construído um histórico de redensolvimento de campos maduros offshore. A tese consiste na percepção da existência de oportunidades de geração de valor com retornos atrativos. 2022 foi marcado por alocações de capital relevantes, tanto via aquisição de novos ativos, quanto com desenvolvimento de campos presentes no portfólio da petroleira.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Para os veículos Long Only – Studio 15, Studio 30 e Studio Institucional –, as principais contribuições foram Meli, SmartFit e XP, com Ibovespa (hedges), Alpargatas e Eletrobras consumindo parte dos resultados do fundo em janeiro/23. Encerramos o mês com a exposição líquida ao redor de 78%. As principais posições do fundo são Equatorial, Eletrobras, Rumo e Hapvida, sendo que as 10 maiores ocupam 65% da exposição do portfólio.

Já para o Studio Long Bias, a melhora da bolsa permitiu que, ao longo do mês, diminuíssemos a exposição líquida do fundo, a fim de nos proteger de um eventual soluço dos mercados. Nesse sentido, tanto os books Short como Long & Short aumentaram seu tamanho relativo vis a vis o restante das estratégias. O fundo terminou janeiro/23 com exposição líquida de 15% e bruta de 189%. As principais posições da carteira long estão ligadas ao setores financeiro, energia elétrica e consumo cíclico.

### **Studio Institucional FIC FIA / Studio 15 FIC FIA / Studio 30 FIC FIA**



## SulAmérica Investimentos

2023 começou com forças antagônicas tentando ditar o rumo dos mercados. De um lado, temos o otimismo global proveniente da reabertura chinesa e do fim de ciclo de aperto de política monetária nos EUA, com um pouso suave. Na ponta pessimista temos os ruídos domésticos com o novo governo sinalizando um ajuste fiscal pelo lado da receita e questionando a meta de inflação vigente, além do caso de Americanas, o que tornou a Renda Fixa o mais frágil dos mercados. Do lado econômico, os dados de atividade e confiança continuam indicando uma desaceleração importante do PIB, enquanto a desinflação está em curso porém com grande preocupação à frente diante da desancoragem de expectativas que ocorre após os questionamentos do governo citados anteriormente. Esse cenário demanda um Banco Central com postura bastante cautelosa e indica juros altos por mais tempo.

Assim, tivemos um janeiro de elevada volatilidade nos mercados, onde Bolsa e Real apresentaram ganhos próximos de 4%, enquanto na Renda Fixa o destaque ficou com as NTN-Bs curtas já que demais papéis ficaram aquém do CDI.

No mês tivemos desempenho bastante positivo, com ganhos em posições tomadas em juros nominais, já encerradas.

O Ibovespa encerrou o mês com valorização de 3,37%. Os demais índices tiveram as seguintes variações: S&P 500 +6,18% (USD), Euro Stoxx +9,75% (EUR) e Nikkei +4,72% (JPY). Nas commodities, o petróleo tipo Brent fechou em US \$ 85,46 (-0,22% no mês) e o minério de ferro em US \$127,14 (+10,29% no mês).

No mercado de crédito privado, o mês de janeiro começou agitado para o brasileiro. O Fator Relevante e posterior pedido de Recuperação Judicial pela empresa Americanas S.A. fez com que alguns fundos da indústria tivessem prejuízos, dependendo do tamanho da exposição ao emissor. Poucos fundos mútuos que fazemos gestão na Sulamérica Investimentos tinham exposição ao nome, e com percentual muito pequeno dos fundos. Assim sem impactos significativos e fechando a rentabilidade dos fundos no mês próximos ao CDI.

Após o evento citado, o mercado ficou mais “vendedor”, com muitos gestores querendo vender parte de suas exposições para aumentar a liquidez dos fundos e fazer frente a possíveis resgates e os compradores pedindo mais prêmio de risco.



**Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Entendemos que o cenário global pode continuar benigno para emergentes embora grande parte do movimento já esteja precificado, o que deve indicar cautela adiante. Eventual reversão desse mood demanda ainda mais pressa no governo brasileiro para entregar um ajuste fiscal robusto.

Sobre esse tema, entendemos que o viés pro gasto segue porém há moderação no debate e isso sinaliza que não haverá ruptura.

Especialmente sobre política monetária, preocupa o debate sobre mudança na meta de inflação, que foi o trigger de deterioração importante na Argentina no passado. Ainda para o curto prazo, estaremos atentos à substituição de diretores do Banco Central que está programada.

Nesse interim, apesar de vermos os ativos locais descontados, atuações táticas e em ambas as direções devem prevalecer. Essa postura vem se mostrando acertada na janela recente.

A oferta de crédito no mercado primário está reduzida, não pressionando ainda mais o mercado. Como, até o momento, os resgates na indústria foram controlados, a oferta e demanda de crédito está equilibrada, mas com níveis de prêmio mais alto.

Nós na Sulamérica Investimentos vinhamos em um movimento de redução de exposição e risco dos fundos desde o final do ano passado e hoje os fundos estão líquidos e com baixo risco.

**SulAmérica Total ESG FIA IS / SulAmérica Juro Real Curto FIRF LP / SulAmérica Selection FIA / SulAmérica Crédito Ativo FIRF CP LP / SulAmérica Evolution FIM / SulAmérica Ativo FIRF LP / SulAmérica Inflatie FIRF LP / SulAmérica Exclusive FIRF Referenciado DI / SulAmérica Excellence FIRF CP / SulAmérica Integral FIC FIM CP / SulAmérica Long Biased FIM / SulAmérica Crédito ESG FIRF CP LP / SulAmérica Selection FIC FIA / SulAmérica Premium FIRF Referenciado DI CP / SulAmérica Infra Fundo Incentivado de Investimento em Infraestrutura RF / SulAmérica Crédito Inflação FI RF CP LP / SulAmérica Saúde e Biotecnologia FIA**



## Tagus Investimentos

### TAGUS TOP FIRF CP II

O Tagus Top fechou o mês com retorno de 0,97% equivalente a 86% do CDI do período.

O mês foi marcado pelo impacto das revelações de inconsistências de balanço em Lojas Americanas (LAME). Diferentemente de seus principais concorrentes, o risco "sacado" da conta fornecedores em seu balanço não era aberto e mascarava parte relevante da sua real despesa financeira. Não obstante o aspecto econômico disso, já se observam derivadas ainda mais preocupantes do evento no campo da governança da companhia, na medida em que começam a surgir indícios de movimentações irregulares em suas ações por parte dos insiders, bem como sérias dúvidas sobre a natureza de sua política interna de bônus para sua diretoria diante dos números inconsistentes.

Apesar de não termos nenhum tipo de exposição em nosso Fundo Top, nem à própria LAME e nem ao grupo 3G, a reverberação dessas ondas de medo em outras companhias e um princípio de movimentações de resgate nos fundos de crédito diretamente afetados, acabou causando abertura relevante de muitos emissores no período, impactando dessa forma em alguma medida tanto o nosso Fundo quanto a indústria inteira, especialmente no tocante a nomes mais ligados as cadeias de varejo. Nós entendemos que está havendo um desequilíbrio técnico pontual, que tenderá a se ajustar em prazo curto, reestabelecendo a normalidade dos preços, especialmente nos setores mais distantes do caso, tais como energia, saneamento, siderurgia, etc.

### TAGUS FUNDAMENTAL FIA

O Fundo Tagus Fundamental fechou o mês com retorno de 11,51% versus 3,37% do Ibovespa.

Esse ganho veio de diferentes fontes, sendo as principais as posições nos setores de construção civil e Malls. Além do bom desempenho observado nesses ramos, também vimos boa recuperação nos ativos de locação e logística que favoreceram nossas posições nos ativos do grupo Simpar.

No campo dos destaques negativos cabe ressaltar as posições em Bancos, dados os impactos observados em BTG Pactual e Bradesco, ambos duramente afetados pela revelação de inconsistências contábeis em Lojas Americanas. Nos parece que os mercados já ajustaram sensivelmente os valuations de ambos apesar de haver ainda uma longa estrada de disputa, capitalização e possível recuperação de parte desses créditos mais à frente.



Além disso, também surgem indícios de uma generalização setorial para o problema que não nos parece ter muito fundamento, sendo o problema claramente muito mais restrito ao universo 3G do que ao setor de varejo como um todo.

Inclusive fizemos redução nas posições de construtoras e aproveitamos esse momento de mercado/preços para reforçar nossas posições em Bradesco e BTG.

#### TAGUS ABSOLUTO FIM

O fundo obteve rentabilidade negativa de 3,34 % no período.

Especificamente no que diz respeito ao mês que se passou, faz-se necessária uma explicação mais detalhada do fraco desempenho do fundo. Podemos atribuir quase que a totalidade das perdas na operação de arbitragem de ações de Gafisa contra seus direitos de subscrição. As ações da empresa chegaram a valorizar 500% num prazo não superior a 10 dias, proporcionada por compras expressivas por parte dos atuais controladores e de um fundo de investimento local que buscavam aumentar suas participações como acionistas e assim obter uma posição mais robusta de votos na assembleia realizada no último dia 09, às 18:00h, onde foi votada uma ampla pauta de questionamentos, entre eles, o próprio aumento de capital e a possível destituição de seu conselho de administração.

Até o pregão do dia 09, os recibos de subscrição não eram negociados e sua cotação era igual a de Gafisa. Especificamente neste dia, a B3 optou por permitir a negociação direta dos recibos, por entender que existia o risco de aumento de capital não ser aprovado na assembleia a se realizar horas depois. Com isso, os recibos foram negociados com 35% de desconto em relação ao ativo de referência, proporcionando com isso perdas relevantes ao fundo. Diante desse quadro o fundo acionou sua regra de stop compulsório mensal, limitando as perdas observadas.

#### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Temos convivido com número elevado de ideias de membros do governo. Algumas dessas ideias nos parecem desastrosas – mudança da meta de inflação e moeda única com a Argentina são dois exemplos – e os preços dos ativos reagem negativamente quando estas aparecem na mídia. Por outro lado, o ministério da economia tem sido consistente em sua comunicação ao redor do foco na reforma tributária e no desenvolvimento de um novo arcabouço fiscal. Os investidores, sobretudo os estrangeiros, têm dado o benefício da dúvida, o que é refletido na leve melhora nos preços dos ativos ao longo do mês de Janeiro.



O andamento dessas duas agendas (reforma tributária e arcabouço fiscal) será fundamental para determinar a dinâmica dos ativos brasileiros ao longo desse ano. Se o discurso se tornar realidade estaremos bastantes construtivos com o cenário nacional.

**Tagus Fundamental FIA / Tagus Absoluto FIM / Tagus TOP FIRF CP II**



## Távola Capital

O mês de janeiro foi marcado por uma boa performance de ativos de risco, devido ao arrefecimento das pressões inflacionárias em diversas economias e perspectiva de aproximação do fim do ciclo de aperto monetário global.

A China segue no processo de reabertura de sua economia, com indicadores mostrando uma boa recuperação do setor de serviços, que foi afetado pela política de “Covid Zero”. Europa segue apresentando dados de atividade melhores do que o esperado, a crise energética perdendo força e queda acentuada dos preços de energia.

No mercado local, o preço dos ativos domésticos foi beneficiado pela melhora das condições financeiras externa, apesar das notícias negativas vindas do front político. A perspectiva de política fiscal mais expansionista somada as discussões sobre eventual alteração das metas de inflação levaram a uma deterioração das expectativas de inflação, trazendo um cenário mais desafiador para o Banco Central

Dito isso continuamos com exposição líquida do fundo reduzida.

Nossa carteira hoje é composta pelos setores Tratamento de Resíduos, Distribuição de Combustíveis e Varejo não discricionário.

Os destaques positivos foram os setores de Tratamento de Resíduos e Varejo. Os destaques negativos foram os hedges de portfolio

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Conforme esperado por nós, o FED desacelerou o ritmo de hiking na primeira reunião do ano após dado de inflação mais benignos. Acreditamos que o FED irá fazer pelo menos mais uma puxada de juros de 25 bps, com os próximos passos a depender dos dados econômicos. Apesar de um mercado de trabalho bem aquecido e de uma inflação passada alta, os dados de salário estão surpreendentemente desacelerando na margem. Se essa tendência vai persistir, é um ponto importante a ser acompanhado.

A China deve seguir apresentando uma recuperação econômica, puxada pelo setor de serviços.

No Brasil, as sinalizações do governo continuam na linha de uma política econômica mais similar a segunda parte do Governo PT, agravada pelas declarações recentes do presidente em relação ao BCB, com críticas públicas ao atual nível da taxa de juros, a meta de inflação e os benefícios propiciados pela autonomia do órgão.



Mantemos uma postura de maior cautela com os ativos de risco, reduzindo a exposição em renda variável no fundo, se aproveitando da melhora propiciada pelo ambiente externo.

**Távola Absoluto FIC FIA II / Távola Absoluto FIC FIM II / Távola Absoluto FIC FIA / Távola FIC FIM / Távola Equity Hedge FIM**



## Tenax Capital

### Tenax Macro:

Janeiro foi marcado por um rally expressivo de ativos de risco, fruto de uma combinação de eventos e dados econômicos extremamente benigna. Somado a isso, o posicionamento técnico nos mercados ainda se encontrava bastante favorável, criando assim um ambiente propício a tomada de risco.

Dados mais positivos de inflação e atividade nos EUA fortaleceram a narrativa de um possível soft landing da economia americana. Ademais, o processo de reabertura da China continuou beneficiando mercados emergentes e ativos com características mais cíclicas, e até o pessimismo com a Europa se reduziu com preços de energia baixos devido ao inverno mais ameno.

O Tenax Macro se beneficiou desse ambiente e teve um mês positivo, obtendo ganhos em posições aplicadas em juros globais e comprado em ativos ligados ao processo de reabertura chinesa, como bolsas de países emergente e commodities.

### Tenax Ações:

A despeito de um cenário macro Brasil ainda bastante incerto e volátil, o ano de 2023 começou de forma positiva para o mercado acionário brasileiro, com o Ibovespa apresentando uma alta de 3,37% no mês de janeiro. A grande dispersão de retornos intrasetorial foi a tônica do mês, motivada especialmente pelo evento Lojas Americanas, que impactou principalmente os setores de varejo e bancos.

Neste contexto, entendemos que nossa capacidade de stock picking é um grande diferencial para geração de alpha de nossas estratégias de ações.

O Tenax Ações apresentou uma alta de 3,52% em janeiro, performance ligeiramente superior ao Ibovespa.

Em relação ao Tenax Ações, os principais destaques positivos de performance no mês ficaram por conta das posições compradas em empresas do setor de Commodities (3R, Petro Rio, SLC Agrícola e Vale) e de algumas teses domésticas que vêm apresentando uma dinâmica operacional bastante resiliente em seus negócios (Iguatemi, Vivara e Localiza). Já os principais detratores de performance vieram das posições compradas em BTG, Suzano e Cosan.



Tenax Total Return:

A despeito de um cenário macro Brasil ainda bastante incerto e volátil, o ano de 2023 começou de forma positiva para o mercado acionário brasileiro, com o Ibovespa apresentando uma alta de 3,37% no mês de janeiro. A grande dispersão de retornos intrasetorial foi a tônica do mês, motivada especialmente pelo evento Lojas Americanas, que impactou principalmente os setores de varejo e bancos.

Neste contexto, entendemos que nossa capacidade de stock picking é um grande diferencial para geração de alpha de nossas estratégias de ações.

O Tenax Total Return apresentou alta de 1,44%, frente a uma valorização de 1,22% do IPCA+ Yield do IMA-B.

Em relação ao Tenax Total Return, as maiores contribuições positivas vieram das posições compradas em 3R, Petro Rio, Vale e Banco do Brasil, além da posição aplicada na Treasury Americana de 10 anos. Do lado negativo, os destaques vieram das posições compradas em Ambev e Suzano, além da posição vendida em S&P.

**Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Tenax Macro:

Seguimos acreditando que essas teses (reabertura chinesa e final do ciclo de alta de juros americanos) ainda devam performar bem nos próximos meses. No entanto, decidimos reduzir nossas posições e, conseqüentemente o risco do fundo, dado o tamanho e rapidez do movimento nessa direção, aguardando um melhor nível para retornar às posições, caso esse cenário se mantenha.

No Brasil, dada a incerteza quanto ao arcabouço fiscal, seguimos operando de maneira bastante tática. O fundo se beneficiou de posições de inclinação na curva de DI e de posições vendidas em Ibovespa conjugadas com venda de dólares contra o real.

Tenax Ações:

Permanecemos com um viés conservador em relação à alocação e composição das carteiras de ambas as estratégias de ações. O Tenax Ações permanece com um portfólio de empresas com perfil defensivo, além de uma posição de caixa acima da média histórica.



Tenax Total Return:

Permanecemos com um viés conservador em relação à alocação e composição das carteiras de ambas as estratégias de ações. O Tenax Total Return permanece com um direcional em torno de 25% comprado, bem próximo aos patamares mínimos de exposição do fundo nos últimos meses.

**Tenax Total Return FIC FIM / Tenax Macro FIC FIM / Tenax Ações FIC FIA**



## TG Core

No mês de janeiro, o TG Liquidez I FIRF obteve uma rentabilidade de 1,08%, o equivalente a 96,45% do CDI. No acumulado dos últimos doze meses o resultado foi de 13,29% (103,61% do CDI). Desde seu início, em 22/06/2016, o Fundo apresenta performance de 69,67%, o equivalente a 112,31% do CDI apurado no período.

O FIDC TG REAL Classe Sênior auferiu uma rentabilidade de 1,38%, equivalente a 123,26% do CDI. Nos últimos 12 meses e desde o seu início os resultados apurados foram de, respectivamente, 16,19% (126,24% do CDI) e 96,48% (156,6% do CDI).

A rentabilidade mensal dos fundos tem sido afetada pela volatilidade do mercado sob a curva de juros, impactando a precificação dos ativos e, mediante o exposto, levando a Gestora a optar por posições mais conservadoras, visando evitar distorções.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Para o próximo mês, frente as incertezas político-econômicas que permeiam o mercado, a Gestão manterá sua política de alocação de meses anteriores. Prezando pela baixa volatilidade pautada em alocações mais conservadoras e pelo monitoramento eficiente das operações, em ambos os Fundos.

Em relação ao portfólio do FIDC TG REAL a percepção da Gestão quanto ao desempenho do Fundo tem se mantido otimista, dada a estrutura robusta de subordinação, que fornece maior segurança para as classes Sênior e Mezanino. A expectativa é que as classes continuem entregando a rentabilidade meta estabelecida em regulamento, de CDI + 3% a.a para a classe Sênior e CDI + 4% a.a. para a classe Mezanino.

Para o Fundo de Investimento em Renda Fixa TG Liquidez é esperada a continuidade do desempenho do Fundo frente à expectativa de prolongamento do período de manutenção da taxa Selic sinalizado pelo Copom e, dessa forma, pela atratividade desta categoria de investimentos no atual contexto nacional. Nessa perspectiva, a Gestora pretende manter o perfil de alocação em ativos de baixa volatilidade, com foco em títulos públicos e em outros fundos de renda fixa.

### **TG Real FIDC Cota Sênior / TG Liquidez I FIRF**



## Trivèlla M3

Os desafios do mês de Janeiro foram relacionados principalmente a reabertura da China e efeito americanas no mercado de capitais. As commodities continuaram entre as principais performances do Ibovespa, no que consideramos ser um posicionamento de segunda derivada para a reabertura da china. A entrada de capital estrangeiro, e enfraquecimento global do dólar, contribuíram para uma valorização do índice, e do real, bem acima das expectativas do final de 2022. Como estávamos posicionados com nossas principais posições em companhias de commodities, acabamos beneficiados. Além disso, o efeito americanas, que provocou uma excelente performance de seus concorrentes, e ao mesmo tempo, impactou o mercado de crédito privado, aumentando spreads e aversão ao risco dos papéis, principalmente o de varejistas, o que acreditamos ter sido uma boa oportunidade para comprar debêntures curtas de empresas de alta qualidade.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

O mês de fevereiro será voltado para a confirmação da retomada da china (que até agora tem sido puramente especulativa, com alguns dados antecedentes melhorando), onde o desempenho das empresas que se beneficiam dessa reabertura, será dependente dos indicadores de consumo realmente retomarem a patamares de normalidade. Em caso negativo, poderemos ter uma performance bastante ruim dessas companhias. Além disso, atenção nos dados de mercado de trabalho americano, que devem ditar as ações do FED, e otimismo do S&P.

### **TM3 Long Biased FIM / TM3 Small Caps FIA**



## TRUXT Investimentos

O mês de janeiro foi marcado pelo enfraquecimento do dólar, fechamento de taxas de juros de países desenvolvidos, com exceção das taxas americanas, e fortalecimento das bolsas globalmente. O FED entra numa fase de ajuste fino da taxa terminal. Os primeiros efeitos da abertura chinesa já são registrados nos mercados, com alta de commodities (destaque para o minério de ferro e cobre). Na Europa, um inverno mais ameno postergou a esperada recessão e promoveu grande alívio nos preços de energia. No Japão, o BoJ decidiu manter a banda de variação do juro de 10 anos constante, postergando novo movimento de aperto monetário.

No Brasil, vimos a continuidade de revisões altistas na inflação e a desancoragem das expectativas em horizontes mais longos. O BCB em sua última reunião endureceu o discurso, afirmando que, caso necessário, poderá responder com aperto da política monetária. Seguimos em ambiente com grande incerteza fiscal e regulatória.

Nesse contexto, no Truxt Macro, mantivemos a posição tomada na parte intermediária da curva no mercado de juros locais, que parece embutir pouco prêmio para o cenário de riscos que enxergamos. O livro teve contribuição neutra no mês. No mercado de juros internacionais, mantivemos posições tomadas no Japão, no Reino Unido e na Alemanha na parte longa das curvas. O livro teve contribuição negativa no mês. No livro de moedas, diminuimos a posição vendida no Real. Mantivemos as posições vendidas em Libra e no Euro contra o dólar e no Zloty Polaco contra o Euro. O livro teve contribuição negativa no mês. No livro de bolsa, mantivemos uma pequena posição vendida no Ibovespa. O livro teve leve contribuição negativa no mês.

No mercado de renda variável, os principais índices de ações ao redor do mundo apresentaram forte alta durante o mês de janeiro. O índice S&P 500, por exemplo, valorizou 6,2% durante o período. Além disso, o ETF brasileiro EWZ e o ETF de mercados emergentes EEM valorizaram, respectivamente, 8,5% e 9,1%.

Nesse cenário, o Truxt Long Short apresentou ganhos superiores ao do respectivo benchmark que podem ser explicados, em boa parte, pelo alfa gerado pela carteira de ações brasileiras. As posições nos setores de varejo discricionário e bancos foram as maiores contribuidoras para a performance da estratégia, enquanto o setor de saneamento foi o principal detrator. No final do mês, as principais posições do fundo estavam concentradas nos setores de varejo, petróleo e energia elétrica.



Em paralelo, o Truxt Long Bias também apresentou performance superior ao do respectivo benchmark. Isso pode ser explicado, em parte majoritária, pelo alfa gerado pela carteira de ações brasileiras e pela performance positiva de investimentos em ativos ligados à economia chinesa. Por outro lado, a posição vendida no índice S&P 500 foi a principal detratora de performance no mês. Dentro da carteira de ações brasileiras, vale destacar os ganhos com os investimentos nos setores de petróleo, mineração e varejo discricionário, principais contribuidores de alfa no mês de janeiro. Ao final do período, as principais posições do fundo estavam concentradas nos setores de petróleo e varejo, além de posições no mercado de juros e da posição vendida em bolsas de países desenvolvidos.

O fundo Truxt Valor obteve ganhos expressivos e superiores ao do índice acionário brasileiro. Esses podem ser explicados, em boa parte, pelo alfa gerado pela carteira de ações brasileiras e, em especial, pelos investimentos nos setores de varejo discricionário e petróleo que representaram as maiores valorizações da carteira. Na carteira de fechamento do mês, as principais posições da estratégia estavam concentradas nos setores de petróleo, energia elétrica e varejo.

Já o Truxt Valor Institucional apresentou performance positiva atribuída, principalmente, aos investimentos nos setores de petróleo e locação de veículos que representaram as maiores valorizações da carteira. Por outro lado, as posições no setor de elétricas foram detratoras de alfa. Ao final do período, as principais posições da estratégia estavam concentradas nos setores de petróleo, energia elétrica e varejo.

**Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Há um diferencial de crescimento significativo do continente europeu em relação aos Estados Unidos, somado a fortes desafios políticos. Entendemos que os riscos inflacionários permanecem com viés altista no mundo. Além disso, vemos riscos fiscais crescentes na Europa e novas mudanças na política de Yield Curve Control pelo BoJ ao longo de 2023.



No Brasil, seguimos em ambiente com grande incerteza fiscal e regulatória. O que parece certo no futuro próximo é a substituição das correntes regras fiscais por algo que torne as amarras do mundo político mais frouxo, além do avanço da discussão de uma Reforma Tributária. O Real parece embutir pouco prêmio frente aos crescentes riscos fiscais que habitam o horizonte de curto prazo brasileiro. Porém, o cenário externo favorável com a reabertura chinesa e o movimento de risk-on torna o cenário de curto prazo mais desafiador.

**Truxt I Long Bias FIC FIM / Truxt I Long Short FIC FIM / Truxt I Valor FIC FIA / Truxt I Macro FIC FIM**



## Upon Global Capital

Depois de quedas no mês de dezembro, em janeiro os índices de ação nos EUA começaram o ano em alta. A reabertura da China e dados apontando para o arrefecimento da inflação ao redor do mundo deram suporte ao otimismo. A expectativa do mercado é de que os Bancos Centrais estejam se aproximando do fim do ciclo de subida de juros. Isso colaborou para o enfraquecimento do dólar vs pares e também deu suporte ao mercado de ouro. Por outro lado, as commodities energéticas tiveram um mês de perdas devido ao inverno ameno na Europa, que favoreceu o aumento de estoques. No Japão, o BoJ manteve a política de controle de juros e a inflação de 2022 chegou as máximas de 40 anos, batendo 4%. O governo americano atingiu o teto da dívida - a questão está em discussão no Congresso.

Em FX, mantivemos nossa posição vendida em euro. Em commodities, realizamos lucro na posição comprada em ouro e diminuimos a posição comprada em petróleo. Em equities, aumentamos nossa posição vendida em S&P. Em rates, estamos tomados na parte longa da curva de juros americanos. Em Brasil, abrimos um trade de valor relativo, comprados na taxa longa e vendidos em Bolsa.

Tivemos perdas na posição vendida em S&P, na posição vendida em Euro e na posição comprada em petróleo. Tivemos ganhos nas posições de ouro e tomadas no juros americanos.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

O payroll relativo a janeiro, divulgado o início de fevereiro, veio muito acima do esperado e houve ainda uma revisão para cima dos dados de 2022. O desemprego caiu para os menores níveis desde 1969. Vale pontuar também que os "job leavers" (pessoas que se demitem), um indicador de confiança no mercado de trabalho, aumentou bastante.

Tanto os dados do payroll, como também do JOLTS (Job Openings and Labor Turnover Survey) divulgados relativos a janeiro e divulgados no início de fevereiro, mostram que o mercado de trabalho está muito apertado, sem sinais de que terá um arrefecimento significativo no curto prazo. Portanto, aumenta muito a probabilidade de que o Fed precise manter a política monetária em patamar mais restritivo e por mais tempo.

### **Upon Global Macro FIC FIM**



## Valora Investimentos

Os fundos tiveram uma rentabilidade aquém do target de retorno de suas estruturas no mês de janeiro. Essa dinâmica teve como principal causa o evento de Lojas Americanas e suas consequências em relação ao pricing do ativo que, na posição mais recente, está marcado a 10% do valor inicial. Além disso, o mercado secundário, nesse período, se mostrou bastante volátil tanto em volume quanto em preço, o que ocasionou uma abertura no spread de algumas debêntures high grade, em especial as que são do setor de varejo. Quanto a performance dos FIDCs e, em especial, dos multicedentes multisacados, os fundos continuam apresentando um comportamento saudável. Vale ressaltar que esses fundos, por conta do incremento da taxa de juros nos últimos meses, têm adotado políticas mais conservadoras na concessão de crédito, absorvendo mais caixa nas estruturas e privilegiando cedentes de maior qualidade. Ademais, fizemos algumas alocações relevantes ao longo do mês em algumas modalidades de FIDCs: (i) Consignado Público, (ii) Clientes, (iii) Multicedente e Multisacado, (iv) Precatórios e (v) Consignado Privado;

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Como mencionado nos comentários anteriores, seguimos com a estratégia de otimizar cada vez mais nosso book de ativos estruturados (FIDCs, CRIs e CRAs). Com a recente instabilidade no secundário do mercado high grade, acreditamos que o investimento em ativos estruturados possa trazer bastante alfa para o portfólio, diminuindo a volatilidade do restante da carteira. Acreditamos que o evento de Lojas Americanas, apesar de ocasionar uma reprecificação das novas emissões primárias que estão vindo a mercado, não interfere na dinâmica de longo prazo do mercado. Por outro lado, é provável que emissores situados no mercado de varejo sofram mais ao longo dos próximos meses tanto em preço quanto em performance financeira corporativa. Vale ressaltar que, além de Lojas Americanas, não temos nenhuma outra exposição ao setor de varejo.

**Valora Guardian II FIC FIM CP / Valora Horizon High Yield FIM CP / Valora Guardian Crédito Privado FIC FIM / Valora Absolute FIRF CP LP**



## Ventor Investimentos

No âmbito global, desinflação e desaceleração da atividade continuaram a marcar cenário econômico global, trazendo conforto para Bancos Centrais, com destaque para o FED, sinalizarem fim ou proximidade do fim do ciclo de altas de juros. Apesar dos sinais favoráveis, cautela, serenidade e perseverança ainda se fazem necessárias por parte das autoridades monetárias para garantir a convergência da inflação às metas.

Com crise energética tendo provavelmente ficado para trás, mercado começa a esboçar otimismo com a economia europeia. Enquanto isso, na China, mobilidade começa a se recuperar após pico de contaminações de COVID e reabertura deve ganhar tração. Neste cenário, apesar dos sinais positivos na margem, acreditamos que a atividade econômica global continuará desacelerando ao longo de 2023, tendo em vista efeitos defasados da política monetária.

Por aqui, discussões em torno do novo arcabouço fiscal, que devem ser iniciadas em abril, continuam sendo principal risco para ativos brasileiros. Enquanto isso, o aperto de condições financeiras parece ter finalmente começado a bater na economia, que começa a demonstrar sinais de desaceleração bastante disseminada.

Na inflação, temos visto um aumento significativo das expectativas para 2023, explicado, em grande parte, por mudanças nas premissas para PIS/Cofins e ICMS de combustíveis. Em termos qualitativos, as surpresas nos dados correntes têm sido, inclusive, favoráveis. Apesar de um contexto benigno de curto prazo, as expectativas para horizontes mais longos têm se desancorado, em função das preocupações com o fiscal e da nova discussão sobre mudança das metas. Neste contexto, resta ao BC esperar e se mostrar pronto para agir, caso necessário.

O mês caracterizou-se por um bom desempenho, com destaque para ganhos nas estratégias de juros nominais e de valor relativo e perdas concentradas nas posições de bolsa e juros reais. Para o fundo de ações, destaque positivo para os setores de Health e Mining e destaque negativo para o setor de Agro.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Quanto ao posicionamento, para os fundos multimercado, mantivemos posições aplicadas em juros reais e em cupom cambial. Em juros nominais, atuamos de maneira tática ao longo do mês. Em bolsa, seguimos com portfólio diversificado com destaque para os setores de utilities e commodities.



Principal alteração no mês foi redução de posição comprada no setor de Mining. Em câmbio, seguimos com posição de valor relativo comprada em real contra cesta de moedas e vendida em Ibovespa. No offshore, iniciamos pequena posição aplicada em juros globais, ao passo que retomamos as apostas vendidas na bolsa americana.

Para o fundo de ações, seguimos com portfolio bem diversificado com destaque para a redução da exposição ao setor de mining e aumento da exposição ao setor de Energy e Retail. Seguimos com exposição Net e Gross próximas de 100%.

**Ventor Ações FIA / Ventor Hedge FIC FIM / Ventor Dólar Hedge FIC FIM / Ventor IMA-B Hedge FIM**



## Vinci Partners

Vinci Mosaico- No mês, o Fundo obteve um retorno de 3,35% vs 3,37% do Ibov. Destaque positivo para o bom desempenho da nossa investida no setor de locação de carros, resultado de um balanço de oferta e demanda de carros novos ainda muito propício a grandes descontos para as locadoras. Além disso, um cenário mais desfavorável para sua principal concorrente, assegura um horizonte de vários trimestres de um mercado saudável em tarifas e aliado à uma menor preocupação em relação a depreciação de frotas. Em contrapartida, uma de nossas investidas no setor de bancos foi a maior detratora do Fundo no mês. Suas ações foram impactadas direta e indiretamente pelo colapso da Americanas em função da revelação de suas inconsistências contábeis. O impacto direto se deve à exposição do banco à companhia que gerará impacto no lucro reportado. Já o impacto indireto decorre da possibilidade deste evento gerar uma retração nas concessões de crédito na modalidade risco sacado, com impacto no crescimento da carteira de crédito, sobretudo em pequenas e médias empresas. Todavia, seguimos otimistas com a companhia dado a sua receita cada vez mais diversificada entre segmentos e uma boa alavancagem operacional.

Vinci Multi- Em janeiro, após a posse, o novo governo se posicionou sobre diversos temas sensíveis ao mercado, como previdência, lei trabalhista, utilização de estatais como indutores de crescimento, independência do BC, etc. E, contrariando o Ministro da Fazenda, foi anunciada a manutenção da isenção de impostos sobre os combustíveis. Para reverter o impacto negativo dessas falas, anunciaram um pacote na área fiscal que, apesar de difícil execução, mostra reconhecimento do tamanho do problema. A invasão e depredação dos prédios públicos em Brasília provocou a reação imediata do governo e a intervenção na segurança do DF. A Lojas Americanas apresentou inconsistências em seus balanços, impactando negativamente a bolsa e o mercado de crédito. O fim da política de Covid-zero na China trouxe otimismo aos mercados, já que o país asiático está atrasado no atual ciclo econômico. Já nos EUA e Europa, os dirigentes dos BCs mantiveram o tom duro sobre juros, mesmo com dados econômicos mais fracos na margem e inflação parecendo ter atingido o pico. No mês, o Fundo rendeu +0,88%, fruto de ganhos nas posições de moedas e perdas no book de juros e cupom cambial, além dos custos e aplicações do caixa.

Vinci Seleção- Em janeiro, o Fundo obteve um retorno de 2,63% vs 3,37% do Ibovespa. Destaque positivo para o bom desempenho de nossa investida no setor de mineração, explicado pelo sentimento positivo sobre a retomada das atividades chinesas. Além disso, no último mês, os investidores buscaram “proteção” nos ativos dolarizados, já que as primeiras sinalizações do



governo Lula não foram favoráveis à política fiscal do país. Por fim, há uma expectativa de que a empresa divulgará um bom resultado no próximo trimestre. Em contrapartida, uma de nossas investidas no setor de alimentos e bebidas foi a maior detratora do Fundo no mês. Ajuste para baixo nas expectativas de vendas devido ao clima persistentemente mais frio que a média para o verão influenciou negativamente na ação. Além disso, o surgimento de ruídos sobre a governança da companhia, por conta de problemas em uma empresa que possui o mesmo grupo controlador, penalizou a ação. Seguimos otimistas com a robustez financeira da empresa e com as perspectivas de recuperação de margens para este ano.

Vinci Total Return - Em janeiro, o Fundo obteve um retorno de +1,1% vs +1,1% do IPCA + Yield IMA-B. O mês foi de performance positiva para a bolsa brasileira, que foi bastante impulsionada pela entrada de capital estrangeiro, enquanto os investidores locais continuam mais cautelosos, dado o discurso do governo desde o final de 2022 sobre a questão fiscal, os gastos públicos e a economia em geral, que não agradaram o mercado. Vale ressaltar também a boa performance do mercado americano, principalmente em relação às falas do Fed e o entendimento por parte do mercado que já se atingiu o pico de juros nos EUA, além de dados de inflação que mostraram uma queda relevante na ponta. O mercado de commodities também obteve uma boa performance em janeiro, muito relacionado a uma melhora do ambiente na China e notícias positivas em relação a uma reabertura em ritmo mais acelerado de uma das maiores economias do mundo. Em relação às contribuições positivas no mês, pode-se citar Santos Brasil e a posição em China e Porto Seguro. A performance dos ativos relacionados à China se dá pela perspectiva e indícios já observados de uma reabertura. Já no caso da Porto Seguro, a empresa apresentou números bastante positivos de sinistralidade e lucro em dezembro, surpreendendo o mercado. Como destaque negativo, pode-se citar principalmente uma posição de hedge na bolsa americana, que apresentou uma alta de mais de 6% em janeiro.

Vinci Valorem - O fundo ganhou com posições táticas no juro nominal, tomado na parte curta da curva e em inclinação, também ganhou comprado em inflação implícita de curto prazo e comprado em real contra dólar dos EUA. Por outro lado, teve perdas nas posições vendida em euro e libra, e tomada em taxa do FRA de cupom cambial curto. Em relação aos acontecimentos domésticos, foram destaque as declarações do presidente Lula contra os atuais valores das metas de inflação (que são definidas pelo Conselho Monetário Nacional), bem como declarações de membros do novo Governo contra as Reformas feitas em administrações passadas, como a Trabalhista e a Previdenciária.



Em relação à Política Fiscal e inflação, o Ministro Haddad confirmou a reoneração dos combustíveis quanto aos impostos federais, além disso, os preços de combustíveis refinados continuaram aumentando, em termos globais, e a Petrobras reajustou a gasolina para cima. Já pelo lado externo, os ativos de risco tiveram bom desempenho como consequência de números mais fracos de inflação nas principais economias e com os Banco Centrais caminhando para o encerramento dos ciclos de altas nos juros globais, o que acabou beneficiando o Real e o Ibovespa.

VCE- O Fundo rendeu 1,27% no mês, equivalente a CDI + 1,80% a.a. ou 113% do CDI. O portfólio continua bem diversificado, sendo uma combinação de cotas seniores de FIDC indexadas ao CDI e operações de desconto de recebíveis da cadeia de fornecedores de grandes empresas com prazos curtos e natureza revolvente. Nesse cenário de alta de juros, as operações de desconto de recebíveis e as demais cotas de FIDCs em carteira têm apresentado retornos crescentes, mantendo um padrão de risco baixo. Continuamos alocando o caixa do Fundo em cotas seniores de FIDCs de diferentes lastros e emissores com alto grau de subordinação e baixo risco de crédito com taxas que variam entre CDI + 3% a 5% a.a. O VCE apresenta prazo de resgate de 59dc. Em geral, fundos nessa faixa de prazo tendem a oferecer uma proteção adicional aos investidores em comparação aqueles sem carência, dado que tendem a absorver melhor os possíveis impactos negativos de uma venda de papéis no secundário para honrar resgates acima do previsto.

Vinci Atlas- Em janeiro, após a posse, o novo governo se posicionou sobre diversos temas sensíveis ao mercado, como previdência, lei trabalhista, utilização de estatais como indutores de crescimento, independência do BC, etc. E, contrariando o Ministro da Fazenda, foi anunciada a manutenção da isenção de impostos sobre os combustíveis. Para reverter o impacto negativo dessas falas anunciaram um pacote na área fiscal que, apesar de difícil execução, mostra reconhecimento do tamanho do problema. A invasão e depredação dos prédios públicos em Brasília provocou a reação imediata do governo e a intervenção na segurança do Distrito Federal. A Lojas Americanas apresentou inconsistências em seus balanços, impactando negativamente a bolsa e o mercado de crédito. O fim da política de Covid-zero na China trouxe otimismo aos mercados, já que o país asiático está atrasado no atual ciclo econômico. Já nos EUA e Europa, os dirigentes dos BCs mantiveram o tom duro sobre juros, mesmo com dados econômicos mais fracos na margem e inflação parecendo ter atingido o pico. No mês, o Fundo rendeu -0,01%, fruto de ganhos nas posições de moedas e perdas no book de juros e bolsa, além dos custos e aplicações do caixa.



Vinci Equilibrio Icatu II - O Fundo obteve ganhos marginais em posições aplicadas em juro real, no book de moedas e no juro nominal. Por outro lado, perdeu nas posições tomadas em taxa do FRA de cupom cambial. No exterior, tudo indica que o Banco Central dos Estados Unidos deve reduzir novamente o ritmo de altas de juros em janeiro, com uma alta de 25bps. Apesar do mercado acreditar que ocorrerão cortes de juros nos EUA já em 2023, o Banco Central segue indicando que manterá juros mais altos por mais tempo. Na Europa, a política monetária deve seguir um ritmo de aperto mais rígido. No Brasil, as primeiras sinalizações do novo governo foram em uma linha mais populista, com críticas às metas de inflação, independência do Banco Central e reformas. Por outro lado, o Haddad confirmou a reoneração dos combustíveis, o que aumenta a arrecadação federal e pressiona a inflação.

Vinci Internacional - No cenário internacional, o estágio final do ciclo de elevação de juros começa a pôr em risco o crescimento das economias desenvolvidas. Enquanto isso, as perspectivas para as economias emergentes melhoram com a reabertura da China. Com relação a reabertura chinesa, apesar das incertezas sobre os estímulos que serão concedidos, o impacto positivo na atividade parece ser mais forte do que o efeito inflacionário. Nos Estados Unidos, a grande desaceleração nos indicadores de sentimento vem levando a revisões para baixo nas projeções de atividade. No entanto, a intensidade da queda nos soft data não tem sido acompanhada nos hard data, principalmente no mercado de trabalho e consumo. O mercado de trabalho deve desaquecer para que se possa observar a inflação voltando para a meta.

Já na Europa, os indicadores de atividade parecem afastar o cenário de recessão, apesar do impacto do aumento nos custos de energia ter causado queda no consumo. A desaceleração da economia, no entanto, não parece ser suficiente para fazer a taxa de juros voltar para a meta, fortalecendo o discurso hawk recente dos diretores do ECB.

Por fim, na China, a política de tolerância zero parece ter ficado definitivamente para trás. Mesmo com relatos de elevado número de infecções e mortes, a política de reabertura parece ter chegado para ficar. Apesar da crise de saúde que essa política gera, as perspectivas acerca da atividade melhoram com o fim dos lockdowns. A reabertura deve beneficiar mais o setor de consumo do que o produtivo.

O fundo obteve ganhos nas parcelas de renda variável e crédito/renda fixa, e ficou praticamente neutro em retorno absoluto.

A bolsa iniciou o ano de 2023 em alta, com o MSCI World, índice de ações global, apresentando retorno de 7,08% em janeiro. Já o índice da bolsa americana, S&P 500, fechou o mês com ganho de 6,25%.



O resultado bastante positivo foi impulsionado pelo sentimento otimista dos investidores, baseado em dados de inflação mais moderada e expectativas de que o Fed possa surpreender com um cenário de “soft-landing” ao invés da temida recessão. Outros fatores como a reabertura da economia chinesa e a queda no preço da energia também colaboraram.

Em USD a rentabilidade do fundo foi de aproximadamente 3,06% em janeiro, e em BRL, a rentabilidade mensal foi de aproximadamente -1,08%.

**Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Vinci Mosaico - A carteira reflete a nossa visão positiva para a bolsa a médio e longo prazo, refletindo os valuations atrativos da bolsa brasileira, que está em um dos patamares mais atrativos dos últimos 15 anos, tanto em termos absolutos (P/E) quanto em prêmio de Equity. Investimos em uma seleção de empresas bem administradas e rentáveis que negociam com desconto em relação ao seu preço justo. Além disso, nosso portfólio é bem diversificado entre setores e companhias.

Atualmente, nossas maiores exposições estão nos setores de Bancos, Energia Elétrica e Petróleo e Gás.

Vinci Multi- A vitória apertada do atual governo nos levou a acreditar que ele caminharia ao centro, mas os pronunciamentos após a posse foram mais ligados ao posicionamento histórico do PT e às experiências que se mostraram fracassadas no passado. Isso acabou frustrando grande parte do mercado, aumentando a volatilidade e o prêmio de risco. Zeramos as posições aplicadas nos juros, com perdas, e continuamos atuando de forma tática nos mercados. Dentro dos ativos brasileiros, acreditamos que o real seja o mais atrativo no momento, beneficiando-se dos juros altos e do processo de reabertura da China. Iniciamos uma posição comprada em moeda japonesa contra dólar, acreditando que o Japão deverá mudar a sua política de juros no médio prazo.

Vinci Seleção- Vemos o mundo elevando os juros, visando combater a inflação decorrente dos conflitos geopolíticos e da reabertura das economias. No Brasil, acreditamos que o mercado de ações apresenta um prêmio alto, refletindo o ajuste do cenário internacional e as expectativas políticas e econômicas do presidente eleito. Atualmente, nossas maiores exposições estão nos setores defensivos, tais como Elétrico e Bancos, e Mineração.

Vinci Total Return - Ao longo de janeiro, dado às incertezas do cenário, mantivemos uma exposição líquida baixa vs o histórico do Fundo.



Atualmente, estamos focando em empresas com baixa elasticidade ao PIB, com capacidade de repasse de preço, desalavancadas e com múltiplos baixos. Por fim, destacamos também que não possuímos nenhuma posição em Americanas, Light e Oi.

Vinci Valorem - A posição comprada em inflação curta teve bom resultado com a comunicação da reoneração dos combustíveis e foi aumentada. Continua também a posição vendida em inflação implícita de médio prazo, essa posição está ligada com o aperto no crédito (por conta da recuperação de uma grande varejista), com a piora dos índices de confiança e do mercado de trabalho, além de uma leitura positiva nos itens subjacentes do IPCA. Quanto aos juros nominais, uma posição aplicada no ano de 2024 foi iniciada e a posição aplicada em juro real da NTN-B 2027 se mantém. Na parte de moedas, continuam as posições tomada em taxa do FRA de cupom cambial, vendida no euro e libra e comprada em real, está última foi reduzida com realização de lucro.

VCE- Cerca de 15% do Fundo estava no FIDC Cadeia de Fornecedores, que realiza desconto de duplicatas performadas e confirmadas junto a empresas de grande porte e baixo risco de crédito, 39% em um portfólio de cotas seniores de FIDCs abertos com resgate entre D+30-90 e altos percentuais de subordinação, 42% em um portfólio diversificado de cotas de FIDCs e 4% em caixa e liquidez. Possuímos, atualmente, 58 diferentes emissores de FIDCs, com uma média de 2% do PL cada. Dado o perfil de baixo risco e alta qualidade de crédito, acreditamos que o VCE seja uma excelente alternativa para investir com 60dc de prazo de resgate na parcela dedicada a crédito, apresentando retorno líquido de 14,71%, CDI + 1,88% ou 115% do CDI em 12M.

Vinci Atlas - A vitória apertada do atual governo nos levou a acreditar que ele caminhará ao centro, mas os pronunciamentos após a posse foram mais ligados ao posicionamento histórico do PT e às experiências que se mostraram fracassadas no passado. Isso acabou frustrando grande parte do mercado, aumentando a volatilidade e o prêmio de risco. Zeramos as posições aplicadas nos juros locais e diminuimos a posição em bolsa brasileira, mantendo a compra de real contra o dólar e a posição tomada em juros offshore. Continuamos com risco baixo no Fundo, procurando aproveitar oportunidades para entradas táticas em posições.

Vinci Equilibrio Icatu II - O Fundo está com aproximadamente 0,90 PL equivalente aplicado em juro real. Ainda na parcela de renda fixa, o fundo tem posição vendida em inflação implícita e aplicada no juro nominal do ano de 2024. Na parte de renda variável, o fundo está aproximadamente 1% vendido em bolsa Brasil via índice e estruturas de opção. Voltamos a montar uma posição vendida no S&P de 0,3% do PL.



O Fundo está aproximadamente 0,4 PL tomado no FRA de cupom cambial, 0,5% vendido em euro contra o dólar, e 1,5% vendido em libra esterlina contra o dólar. Ainda no book de moedas, seguimos comprados no real contra o dólar.

Vinci internacional - O fundo está com cerca de 48,5% em bolsa global, 31,7% em retorno absoluto sendo 6,0% macro discricionário e 25,8% em valor relativo, e 13,2% em renda fixa/crédito ou caixa sendo 5,6% global multi-setor, 2,5% crédito corporativo, 1,8% crédito securitizado, 3,3% renda fixa Brasil, e o restante em caixa no exterior. Além disso conta com uma estrutura de hedge cambial contra eventos muito extremos de apreciação do real vs. dólar.

**Vinci Internacional FIC FIM IE / Vinci Valorem FIM / Vinci FIRF CP / Vinci Seleção FIA / Vinci Multiestratégia FIM / Vinci Total Return FIC FIM / Vinci Crédito Estruturado Seleção FIC FIM CP / Vinci Atlas FIC FIM / Vinci Mosaico FIA / VSP I FIC FIRF**



## Vista Capital

### Vista Hedge/Multiestrategia

Em janeiro, os ganhos dos fundos foram explicados majoritariamente por uma posição comprada em renda variável internacional, tanto em ações americanas quanto chinesas, e pela posição relativa em ações domésticas contra o índice futuro.

### Vista FIA/Long Biased

Em janeiro os ganhos do fundo estão diversificados por toda a carteira. Em um mês com muitos ruídos políticos e a RJ da Americanas, empresas com caixa, boa governança e consolidadores dos setores obtiveram bons resultados. Além disso, destaca-se a performance de Natura com o interesse na venda da Aesop e possível desalavancagem.

### **Perspectivas para o mês de fevereiro:**

#### Vista Hedge/Multiestrategia

Seguimos concentrados no petróleo e em ações domésticas, com hedge principalmente na venda de índice e na inclinação da curva de juros, como as principais posições.

#### Vista FIA/Long Biased

Continuamos comprados e com alocação alta. Apesar do curto prazo desafiador do lado operacional da empresas, acreditamos que os ativos já estão com prêmio de risco altos e conseguimos fazer alocações assimétricas ao nosso ver.

O fundo segue com Properties, Consumo, Utilities, infraestrutura e Saúde como principais setores de alocação.

**Vista Hedge FIM / Vista Long Biased FIC FIM / Vista Multiestratégia FIC FIM / Vista FIC FIA**



## Vokin Investimentos

No mês, o Vokin GBV Aconcágua fechou com resultado de +2,51%, enquanto o Ibovespa fechou com +3,36%.

Em janeiro, tivemos a descoberta do que parece ser a maior fraude contábil da história do país. Não bastasse a incerteza geopolítica e econômica mundial e a incerteza econômica brasileira, a insegurança contábil é mais um motivo que tira a tranquilidade do investidor brasileiro. Fraudes aconteceram e acontecerão mais vezes. Felizmente, os fundos geridos pela Vokin não foram afetados. Nos sensibilizamos com aqueles que foram impactados: investidores minoritários, colaboradores, fornecedores e bancos credores. Que o episódio sirva para que os controles sejam aperfeiçoados. Warren Buffett diz que “devemos avaliar uma pessoa pela ética, inteligência e motivação. Se não for ética, é melhor que não seja nem inteligente nem motivada”.

Uma das contribuições positivas para o fundo no mês de janeiro foi a Bemobi, empresa de tecnologia brasileira focada no setor de telecomunicações e no usuário pré-pago. A companhia atua de maneira B2B2C, ou seja, é o elo de conexão entre empresas e consumidores, e 40% de suas receitas vêm do exterior. A empresa tem quatro linhas de negócio:

- (1) assinaturas recorrentes (Apps & Games) - plataforma de jogos para celular, uma “Netflix” de games, com 35 milhões de usuários e 200 parceiros em 47 países e 85 operadoras;
- (2) microfinanças – antecipação de créditos telefônicos de maneira automatizada;
- (3) pagamentos digitais - processamento do pagamento de planos digitais recorrentes ou contas de pagamento;
- (4) PaaS - plataforma de serviços para as operadoras, como caixa postal (obrigatória no Brasil e em muitos países) e serviços como true caller (identifica ligações de spam) e notificações de chamadas perdidas.

Esse ecossistema de serviços oferece uma vantagem competitiva à empresa em relação aos concorrentes e agrega valor às operadoras, que fidelizam o usuário, auferem uma receita marginal e podem focar no seu negócio principal. A Companhia está entrando em novos países e aumentando a implantação do Loop, solução que provê à Bemobi dados sobre o comportamento dos usuários para uma melhor oferta de produtos com redução de custo, pois não precisa tentar um contato frio de ativação por envio de SMS, por exemplo.



No Brasil, onde tem o Loop implantado em todas as operadoras, a margem é o dobro do que em países onde não tem a solução. A Bemobi fez duas aquisições para os segmentos de microfinanças e pagamentos (Tiixa e M4U, respectivamente) que dobraram o tamanho da empresa a níveis interessantes de valuation, mostrando racionalidade na alocação de capital. No setor de pagamentos, a companhia conta com uma oportunidade de crescimento no setor de utilities como saneamento e energia, cujo tamanho é 3x maior do que o setor de telecomunicações e vem passando por um processo de digitalização nos meios de pagamento tal como o setor de telecom passou há anos. A empresa tem fluxo de caixa positivo e R\$550 milhões em caixa (sem dívidas), patamar próximo ao pós-IPO, mesmo já tendo adquirido as empresas mencionadas, pago dividendos (yield de 1,3% em 2022) e recomprado suas ações (2,2% em 2022).

**Perspectivas para o mês de fevereiro:**

Nos próximos meses, acompanharemos os planos do governo eleito e suas consequências, sejam positivas ou negativas, para as empresas nas quais detemos participação, incluindo temas que devem ganhar mais relevância à medida que as discussões avançam no Congresso, sobretudo com foco na reforma tributária e na proposta do novo arcabouço fiscal. Ainda no Brasil, seguiremos atentos à execução da política monetária pelo Banco Central e as perspectivas de cortes na taxa Selic ao decorrer do ano, assim como os fatores que podem prolongar a manutenção dos juros reais em níveis elevados, provocando desaceleração econômica. No exterior, nossa atenção estará voltada ao desempenho da economia norte-americana, que poderá enfrentar os impactos de uma recessão, apesar dos primeiros indícios de uma tendência desinflacionária, com o mercado de trabalho superando as expectativas e o Fed reduzindo a intensidade da alta dos juros, que já passa a sinalizar um eventual corte nas taxas ainda neste ano caso tenhamos um soft-landing. Na China, monitoraremos a reabertura da economia com o fim da política de Covid-zero, que tem impulsionado o consumo, as importações e o preço de commodities metálicas.

Temos perspectivas positivas sobre as empresas da carteira, pois enxergamos um upside agregado próximo a 53% em nosso portfólio, considerando os potenciais de valorização individuais ponderados pelas participações na carteira.

**Vokin K2 Long Biased FIA / Vokin GBV Aconcagua FIC FIA**



*As informações aqui contidas são de caráter informativo, bem como não se trata de qualquer tipo de análise ou aconselhamento para a realização de investimento, não devendo ser utilizadas com esses propósitos, nem entendidas como tais. A Órama não se responsabiliza por decisões de investimentos que venham a ser tomadas com base nas informações aqui divulgadas. Os investimentos em fundos estão sujeitos a riscos específicos de mercado. FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR, DO GESTOR, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU DO FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITOS – FGC. Leia o regulamento, o formulário de informações complementares e a lâmina de informações essenciais dos fundos antes de investir, disponíveis no site [www.orama.com.br](http://www.orama.com.br).*

