

---

# ASPAS DOS GESTORES

---

ENTENDA OS DESAFIOS ENFRENTADOS NO MÊS DE MARÇO E O  
POSICIONAMENTO DOS GESTORES PARA ABRIL

## SUMÁRIO

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| SUMÁRIO .....                       | 1  |
| Introdução .....                    | 5  |
| 4UM Investimentos .....             | 6  |
| Absolute Investimentos .....        | 7  |
| Ace Capital.....                    | 11 |
| AF Invest.....                      | 12 |
| Alaska Investimentos .....          | 14 |
| Alpha Key Capital.....              | 15 |
| Angá Administração de Recursos..... | 16 |
| Apex Capital .....                  | 21 |
| Arbor Capital .....                 | 24 |
| Argumento .....                     | 26 |
| ARX Investimentos .....             | 29 |
| Asset 1 .....                       | 31 |
| Atena Capital .....                 | 33 |
| Athena Capital.....                 | 34 |
| Augme Capital .....                 | 36 |
| Avantgarde Asset .....              | 37 |
| Bahia Asset Management .....        | 38 |
| Bayes Capital .....                 | 42 |
| BlueLine.....                       | 44 |
| Butiá Gestão de Investimentos ..... | 45 |
| Canvas Capital .....                | 47 |
| Capitânia Capital .....             | 48 |
| Charles River Capital .....         | 49 |
| Claritas.....                       | 50 |
| Clave Capital.....                  | 52 |
| Compass Group .....                 | 53 |
| Constância Investimentos .....      | 56 |
| CTM Investimentos .....             | 57 |
| Dahlia Capital .....                | 61 |
| DAO Capital .....                   | 63 |
| Devant Asset .....                  | 64 |



|                                  |     |
|----------------------------------|-----|
| Encore .....                     | 66  |
| EnterCapital.....                | 68  |
| EQI .....                        | 70  |
| Exploritas.....                  | 72  |
| FCL Capital.....                 | 73  |
| Forpus Capital.....              | 74  |
| Frontier Capital.....            | 75  |
| Galápagos Capital.....           | 77  |
| GAP Asset .....                  | 79  |
| Garde Asset Management .....     | 80  |
| Gávea Investimentos.....         | 83  |
| Genoa Capital .....              | 84  |
| Giant Steps .....                | 86  |
| GTI .....                        | 87  |
| Guepardo Investimentos.....      | 88  |
| Harbour Capital .....            | 89  |
| Hashdex.....                     | 91  |
| Helius Capital.....              | 92  |
| Hogan Investimentos .....        | 93  |
| Iguana Investimentos .....       | 94  |
| Indie Capital.....               | 96  |
| Integral Investimentos .....     | 98  |
| Iridium Gestão de Recursos ..... | 100 |
| JF Trust .....                   | 103 |
| JGP Gestão de Recursos .....     | 104 |
| Joule Asset Management.....      | 106 |
| Kadima Asset Management .....    | 107 |
| Kairós Capital.....              | 111 |
| Kapitalo Investimentos.....      | 112 |
| Kínitro Capital.....             | 114 |
| Kiron .....                      | 115 |
| Lato Capital.....                | 116 |
| Leblon Equities .....            | 118 |
| Legacy Capital.....              | 120 |
| Logos Capital .....              | 121 |
| MAAM Asset Management.....       | 122 |



|                                   |     |
|-----------------------------------|-----|
| Mantaro Capital .....             | 123 |
| Mapfre Investimentos.....         | 124 |
| Meta Asset Management.....        | 126 |
| Moat Capital.....                 | 128 |
| Módulo Capital.....               | 130 |
| Mongeral Aegon Investimentos..... | 131 |
| Nextep Investimentos .....        | 137 |
| Norte Asset Management .....      | 138 |
| Novus Capital .....               | 139 |
| Occam Brasil.....                 | 140 |
| Octante Gestão de Recursos .....  | 141 |
| Opportunity.....                  | 143 |
| Organon Capital .....             | 144 |
| Pacifico Gestão de Recursos ..... | 146 |
| Parcitas Investimentos .....      | 148 |
| Pátria Investimentos .....        | 150 |
| Perfin Investimentos .....        | 151 |
| Persevera Asset Management .....  | 152 |
| PIMCO .....                       | 153 |
| Plural .....                      | 154 |
| QR Capital.....                   | 155 |
| Quantitas.....                    | 157 |
| Quasar .....                      | 159 |
| RBR Asset Management.....         | 162 |
| RC Gestão .....                   | 163 |
| Rio Bravo .....                   | 164 |
| Root Capital.....                 | 166 |
| RPS Capital.....                  | 168 |
| Safari Capital .....              | 169 |
| Safari Capital .....              | 170 |
| Santa Fé.....                     | 171 |
| Set Investimentos.....            | 172 |
| SFA Investimentos.....            | 173 |
| Sharp Capital .....               | 175 |
| Simétrica Investimentos.....      | 176 |
| SOMMA Investimentos .....         | 178 |



|  |     |
|--|-----|
| Sparta .....                           | 182 |
| Sterna Capital .....                   | 184 |
| Studio Investimentos .....             | 187 |
| SulAmérica Investimentos.....          | 189 |
| Tagus Investimentos .....              | 192 |
| Távola Capital .....                   | 194 |
| Tenax Capital .....                    | 196 |
| Trígono Capital .....                  | 198 |
| Trivèlla M3.....                       | 200 |
| Tropico Latin America Investments..... | 201 |
| Tyton Capital .....                    | 203 |
| Upon Global Capital .....              | 205 |
| Vêneto Investimentos .....             | 206 |
| Vinci Partners .....                   | 208 |
| Vitis Capital.....                     | 215 |
| Vokin Investimentos.....               | 216 |



## Introdução

Reunimos neste relatório um breve comentário de **120 gestores** de fundos de investimentos sobre o desempenho dos fundos no mês de março e as expectativas do mês de abril.

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!



## 4UM Investimentos

O mês de março foi marcado por diversos eventos que elevaram a volatilidade dos mercados. Em especial, destacamos a aversão ao risco global originada das incertezas quanto aos fundamentos do sistema financeiro global após sucessivos eventos envolvendo bancos de grande porte. Observamos que a postura dos bancos centrais foram de reafirmar que não existe atualmente um trade-off entre estabilidade de preços e estabilidade financeira. Mesmo com a turbulência, os BCs seguiram o caminho de elevação de juros, sendo que o Fed provavelmente chegou no fim do ciclo e o BC europeu ainda com espaço para mais elevações. No Brasil a decisão de política monetária foi acompanhada de perto para deciframos os próximos passos do BC. Sobre a decisão de Selic, o Copom decidiu por unanimidade manter a Taxa Selic inalterada em 13,75% ao ano e manteve a mensagem dura de que existe pouco espaço para a redução de juros neste ano. Para a próxima reunião do dia 03/05, esperamos manutenção da taxa Selic em 13,75%. O mercado futuro de juros e a mediana do Boletim Focus também precificam manutenção da taxa no mesmo patamar.

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

As nossas perspectivas globais alteraram-se. Anteriormente esperávamos que o ambiente global seria menos incerto e isso traria menor aversão ao risco para os mercados emergentes. Porém, isso alterou-se depois dos eventos bancários. Em nossa avaliação os BCs globais terão espaço para redução de juros neste ano, mas isso virá apenas ocorrer alguma indicação que a inflação subjacente entrou em trajetória de queda, algo que não ocorreu ainda. No ambiente doméstico, acreditamos que o mercado reverterá as expectativas otimistas de queda de Selic ao longo das próximas reuniões. Em nossa avaliação preliminar, o arcabouço fiscal não garante a sustentabilidade da dívida pública devido a adoção de critérios muito otimistas para a receita total do Tesouro. Além disso, permanecemos com a expectativa de que o balanço para a inflação nos próximos 2 anos é assimétrico para o risco altista de preços.

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



## Absolute Investimentos

O mês de março foi marcado pela crise bancária nos EUA e na Europa. A curva de aprendizado de crises passadas levou, em ambos os casos, a ações tempestivas e enfáticas dos governos e bancos centrais, que mitigaram sobremaneira os efeitos de segunda ordem e o risco sistêmico que eventos dessa magnitude poderiam gerar.

Não obstante, é precoce vaticinar o fim dessa crise. O que podemos inferir, nesse momento, é que os bancos americanos deverão retrainar a concessão de crédito, impactando o crescimento do PIB em cerca de 0,5%. Os efeitos contracionistas e a própria crise, apesar da imprevisibilidade de quando iriam ocorrer, são quase um corolário de um movimento de aperto monetário e sinalizam a proximidade do fim do ciclo de alta dos juros.

O risco de a crise ainda não ter sido plenamente debelada deverá levar a uma função de reação do Fed mais complacente com a inflação, estendendo o horizonte de convergência para a meta, reduzindo o ritmo de altas – como já se observou na reunião do FOMC de março – e sinalizando uma taxa terminal mais baixa.

O ambiente externo, portanto, não é trivial. Ainda assim, conseguimos enxergar um cenário em que houve descompressão de riscos importantes como a crise energética na Europa e incertezas sobre o crescimento chinês. Nos EUA, vemos um cenário com menos juros, uma atividade ainda resiliente, bancos centrais e governos sinalizando rápida ação para contenção de crises e um mercado já posicionado de forma pessimista. Em que pesem os riscos da convergência da inflação ser demasiadamente lenta, vemos uma conjunção de fatores que podem levar a uma rodada de boa performance de bolsas globais.

No cenário local, destacamos a definição do arcabouço fiscal e da decisão de juros por parte do Banco Central do Brasil.

Da forma em que foi apresentado, acreditamos que o desenho do arcabouço fiscal é ineficiente ao se escorar na necessidade de aumento de receitas em um país já com elevada carga tributária. Além disso, permite um aumento real do gasto do governo mesmo em cenários adversos e gera um engessamento significativo do orçamento público, o que basicamente inviabiliza qualquer tentativa futura de consolidação fiscal via diminuição de gasto.

Dito isso, deve-se notar dois pontos positivos do arcabouço. Primeiro, o fato de que ele busca apresentar algum freio ao aumento real do gasto (2,5%). Segundo, ao menos provê alguma indicação de qual é o plano fiscal.





Por fim, vale destacar a decisão de política monetária. Apesar da manutenção dos juros no patamar atual ter sido amplamente esperada, o BCB surpreendeu o mercado ao apresentar maior preocupação com a inflação. Tal preocupação está em linha com a nossa visão que preconiza taxa de juros parada em 13,75% ao longo de todo o ano de 2023.

**Perspectivas para o mês de abril:**

HEDGE / VERTE

Atribuição

O fundo apurou resultado positivo no livro de bolsa através de posições compradas no mercado americano. A exposição neutra no Brasil, comprada em uma carteira de ações e vendida no índice, teve resultado negativo. Ainda neste livro, posições de eventos corporativos contribuíram positivamente, com destaque para a operação de Activision. Em moedas, o resultado foi negativo. Ganhos nas posições compradas no iene japonês e no peso mexicano foram anuladas por perdas na posição vendida em renmimbi e compradas no real, no dólar de Cingapura e no dólar australiano. Em juros, o fundo apurou ganhos aplicado nas taxas americanas e tomado nas taxas colombianas. No mercado local, a posição tomada em juros nominais apurou perda.

Posicionamento

Ao longo do mês o fundo veio adicionando risco, especialmente no livro de bolsa offshore através de posições compradas no mercado americano, europeu e em países emergentes, parcialmente combinadas com operações aplicadas em taxas nominais longas nos EUA.

PREV

Atribuição

O fundo apurou resultado positivo no livro de bolsa através de posições compradas no mercado americano. A exposição neutra no Brasil, comprada em uma carteira de ações e vendida no índice, teve resultado negativo. Em moedas, o resultado foi negativo. Ganhos nas posições compradas no iene japonês e no peso mexicano foram anuladas por perdas na posição vendida em renmimbi e compradas no real, no dólar de Cingapura e no dólar australiano.



Em juros, o fundo apurou perdas aplicado nas taxas americanas e no mercado local via a posição tomada em juros nominais.

#### Posicionamento

Ao longo do mês o fundo veio adicionando risco, especialmente no livro de bolsa offshore através de posições compradas no mercado americano, europeu e em países emergentes, parcialmente combinadas com operações aplicadas em taxas nominais longas nos EUA.

#### PACE

##### Atribuição

No mês de Março, o fundo Absolute Pace Long Biased apurou resultado de de -0,51%. Destacaram-se positivamente posições compradas nos setores de tecnologia internacional, utilidades públicas e posição comprada em crédito corporativo no setor de serviços financeiros. Já os destaques negativos foram posições compradas nos setores de óleo & gás e varejo discricionário.

#### Posicionamento

O fundo está com posição líquida comprada de 51% e posição bruta de 134%, com elevada diversificação entre empresas e setores. Adicionalmente, há exposição em outros riscos: 9% comprado em crédito privado, 7% comprado em eventos corporativos locais e 3% em petróleo. No livro Long, destacam-se posições nos setores de utilidades públicas, tecnologia internacional e óleo & gás. No livro Short, destacam-se posições em varejo básico, varejo discricionário 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 positivo. No mercado offshore, o destaque foi a principal operação do fundo, Activision/Blizzard, após notícias positivas do regulador inglês e europeu. Do lado negativo, a operação de First Horizon/TD Bank apurou resultado negativo em meio à possibilidade de piora da crise bancária americana. No livro local, o destaque foi a operação de Aliar, ainda que sem notícias relevantes. O livro de arbitragem linear gerou resultado positivo através de posições entre classes de ações e, da mesma forma, o livro Direcional com Assimetria apurou ganhos, com destaque para a posição de Mdias.



#### Posicionamento

Em meio a numerosas conclusões de operações e novos anúncios, o fundo manteve o nível de risco - que segue significativamente abaixo de sua média histórica. O livro de eventos corporativos está com 10 operações offshore e 2 locais que totalizam 14% e 2%, respectivamente. O L&S está com 6% de exposição bruta e a carteira de termo com 13%.

#### ALPHA MARB

#### Atribuição

No mercado offshore, o destaque foi a principal operação do fundo, Activision/Blizzard, após notícias positivas do regulador inglês e europeu. Do lado negativo, a operação de First Horizon/TD Bank apurou resultado negativo em meio à possibilidade de piora da crise bancária americana. No livro local, o destaque foi a operação de Aliar, ainda que sem notícias relevantes.

#### Posicionamento

Em meio a numerosas conclusões de operações e novos anúncios, o fundo manteve o nível de risco - que segue significativamente abaixo de sua média histórica. O livro de eventos corporativos está com 10 operações offshore e 2 locais que totalizam 14% e 2%, respectivamente.

#### CRÉDITO

#### Atribuição

Apesar da abertura de spreads das debêntures ao longo do mês, conseguimos minimizar o impacto negativo da marcação com o carregamento dos ativos e compras no mercado secundário.

#### Posicionamento

Ao longo do mês de Março continuamos a observar um fluxo de resgate na indústria de crédito privado, dada a forte preocupação com a dinâmica e volatilidade dos títulos negociados no mercado de capitais, o que nos gerou excelentes oportunidades de alocação. Com isso, compramos títulos corporativos mais resilientes com bom perfil de crédito que na nossa visão abriram de maneira desproporcional frente aos demais ativos.

**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 / Absolute Hidra CDI FIC FIIRF / Absolute Atenas FIC FIRF CP / Absolute Creta FIC FIRF CP**



## Ace Capital

Internacional: o sistema bancário norte-americano como um todo não sofre nada parecido com os problemas que levaram à crise de 2008. Caso do Credit Suisse é bem específico e outros bancos europeus estão hoje mais rentáveis e capitalizados. Portanto, acreditamos que a crise ficará contida, mas que a restrição de crédito tenderá a ter algum impacto, ainda que moderado, sobre estas economias.

Acreditamos que o ciclo de aperto dos BCs ainda não terminou, tanto na Europa e EUA. Continuamos mais céticos e acreditando que ainda existe um desafio importante pela frente para os bancos centrais do mundo desenvolvido levarem, de fato, a inflação para às metas. Isso leva a taxas de juros mais altas.

Local: Seguem preponderantes as incertezas relacionadas à condução da política fiscal pelo novo governo, que vem cobrando um custo elevado via aperto das condições financeiras e, em breve, menos crescimento. O cenário local segue incerto e inóspito.

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

Renda fixa – Reduzimos a posição tomada na inclinação da curva nos EUA e, seguimos aplicados em juros reais e tomados em juros nominais.

Moedas – Book está posicionado comprado em uma cesta de moedas contra o dólar. Comprados em volatilidade e tomado no cupom cambial, parcialmente travada contra a Treasury. Mantivemos a compra de BRL contra o USD.

Valor Relativo - Estamos trabalhando com posições reduzidas. Gostamos da compra do Ouro e do Euro, com hedge na venda de equities.

Ações - Mantivemos o posicionamento líquido vendido em ações tanto no Brasil quanto nas posições internacionais. Comprados nos setores de commodities, elétricas e saneamento e vendidos essencialmente nos índices Ibov e S&P. Além disso, tendo em vista as decepções da última temporada de resultados, esperamos revisões negativas de resultados no curto prazo. Reconhecemos que os preços atuais já incorporam muita notícia ruim, mas esperaríamos um alívio no cenário político para adotar uma postura mais otimista.

### **Ace Capital FIC FIM**



## AF Invest

O mês de março foi marcado pela crise bancária iniciada com a falência do Silicon Valley Bank nos Estados Unidos, que mais tarde culminaria na compra do Credit Suisse pelo UBS na Europa. Os acontecimentos provocaram uma reação extrema no mercado de juros e treasuries americano, onde observamos forte fechamento, principalmente nas taxas mais curtas. Mesmo com a rápida e tempestiva reação por parte das autoridades ao redor do mundo, provendo liquidez para os bancos e assegurando os recursos dos depositantes, o evento provoca um aperto de condições financeiras que deve antecipar o fim do ciclo de alta de juros.

No Brasil, o mercado de trabalho demonstrou sinais de estabilidade, atingindo um provável ponto de inflexão no primeiro trimestre do ano. A taxa de participação continuou em queda, enquanto observamos uma desaceleração nos ganhos reais da massa salarial. A inflação seguiu resiliente no IPCA de fevereiro, que apresentou alta de 0,84% no mês, retratando aumento sazonal no grupo de educação, porém, acompanhado de medidas de inflação subjacente e serviços ainda bastante pressionadas. Em conjunto com as leituras correntes ainda elevadas, observamos a continuidade do movimento de desancoragem das expectativas de inflação. A piora no conjunto de dados relacionado à inflação, junto à incerteza relacionada as políticas fiscais e parafiscais do novo governo, fez com que o comitê mantivesse seu tom hawkish no mês de março. Mesmo sinalizando uma melhora na incerteza fiscal de curto prazo com a reoneração dos combustíveis, e incrementando seu balanço de riscos com uma possível desaceleração de maior magnitude no crédito, o BCB permaneceu muito cauteloso quanto a qualquer sinalização de cortes de juros, destacando a importância da ancoragem das expectativas, assim como o perigo que políticas parafiscais representam para a efetividade da política monetária. Por fim, o arcabouço fiscal foi anunciado pelo Ministério da Fazenda. Apesar da proposta ainda não ter sido encaminhada, a apresentação do projeto mostrou um sistema de bandas de primário, com o aumento de despesas vinculado ao crescimento de receitas em uma banda de 0,6% a 2,5% de crescimento real. Contudo, para que as projeções do governo sejam factíveis, é necessário um crescimento econômico e principalmente de receitas, extraordinário e recorrente, o que aumenta o receio com relação a um possível aumento de carga tributária.

Nos Estados Unidos, o começo do mês de março marcou o ponto de inflexão na retórica de “No landing”, na medida em que a falência do SVB derrubou as taxas de juros americanas e possivelmente impediu um aumento de 50bps na reunião do FOMC. A crise ligou um sinal de alerta para um possível contágio no sistema bancário do país.



O Federal Reserve, FDIC e o Tesouro Americano tomaram rápidas providências, garantindo os recursos dos depositantes e a liquidez necessária para as instituições financeiras. Ainda assim, os bancos sofreram grandes perdas no mercado de ações, assim como um grande volume de retirada de depósitos, em especial de bancos regionais, que foram direcionados para os Money Market Funds. Contudo, o FOMC ainda optou por elevar os juros em 25 basis points, destacando a separação entre instrumentos de estabilidade de preços e financeira.

Na Zona do Euro, o ECB também seguiu com seu ciclo de aperto de juros, elevando em 50 basis points sua taxa básica, dado a elevação das incertezas provocada pelos eventos bancários, optou por não se comprometer com um guidance para as próximas reuniões. A inflação no continente seguiu em queda livre, o CPI referente ao mês de fevereiro atingiu 6,6%, porém o núcleo do índice e a inflação de serviços seguem persistentes, na medida em que a atividade econômica se mostra resiliente no começo de 2023. Enquanto isso, a economia chinesa segue apresentando bons resultados no setor de serviços, com PMIs batendo recordes em meio a recuperação do setor imobiliário e o alto nível de poupança da população.

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

Com a recente crise bancária e a extrema reprecificação de juros no ambiente internacional, observamos com maior ceticismo a possibilidade de um “soft landing” nos Estados Unidos. Além dos eventos recentes, sinais de enfraquecimento do mercado de trabalho e do setor de serviços começam a surgir, após um primeiro trimestre marcado pela resiliência econômica. Contudo, a inflação ainda representa um grande risco e não permite uma visão clara no que diz respeito a cortes de juros no curto prazo.

No cenário doméstico, a apresentação do arcabouço fiscal, ainda que com projeções ambiciosas, gera uma queda na incerteza com relação a trajetória explosiva da dívida, assim como, retira da mesa hipóteses de maior irresponsabilidade fiscal por parte do governo, que eram dadas como possíveis anteriormente. Contudo, ainda é preciso saber qual será o texto aprovado, mas principalmente, qual efeito surtirá nas expectativas de inflação. A desaceleração na concessão de crédito tem o potencial de desacelerar a atividade de forma ampla, antecipando o corte de juros por parte do Banco Central. Contudo, é preciso que o governo não haja de forma contrária via políticas parafiscais.

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



## Alaska Investimentos

Alaska Institucional e Previdenciários: as carteiras de ações apresentaram desempenhos negativos, mas superiores ao Ibovespa no mês. A contribuição mais significativa veio do setor de logística, enquanto do lado negativo o destaque veio do setor de óleo e gás. 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 negativo no mês, os fundos carregam posição comprada na bolsa local via opções, que também contribuiu de forma negativa. No mercado de juros, a principal contribuição veio da posição vendida em taxa na parte intermediária da curva. Em câmbio, o fundo segue com posição vendida em dólar contra o real, que contribuiu de forma positiva.

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

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

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

Após a renovada pressão nos treasuries americanos em fevereiro, os eventos bancários (SVB e Signature Bank) e principalmente a rápida atuação do FED para conter o efeito sistêmico trouxe um forte alívio para os juros futuros e ativos de risco nos Estados Unidos. O S&P e Nasdaq foram impulsionados na expectativa que o FED terminará o ciclo de alta de juros mais rapidamente e, quem sabe, até inicie o ciclo de easing ainda no final deste ano. Entretanto, o Brasil ficou restrito às suas idiossincrasias com os ataques do governo ao BCB e aos juros altos. O arcabouço fiscal foi divulgado, porém ainda não suficiente para convencer os agentes de mercado que seremos disciplinados com as contas públicas. O Ibovespa caiu quase 3% e acumula no ano -7,16%.

O nosso portfolio sofreu mais principalmente por posições no setor de logística e saúde. Do lado positivo os setores de incorporadoras de baixa renda, varejo online e financeiro (ex-bancos) foram os principais contribuidores. Os nossos shorts também ajudaram a atenuar a queda, ainda que só parcialmente.

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

Ao longo do mês recompusemos a alocação no setor de utilities após manifestações do governo que não haveria a cobrança de outorga nas renovações das concessões. Também continuamos bastante convictos com as teses de commodities agrícolas e a diversificação que trazem para o risco Brasil, apesar de algumas delas terem algum tipo de benefício tributário (novo tema/ foco de atenção neste momento). E para as ações domésticas, que em geral sofreram com a piora do cenário local, estamos confiantes em relação aos nomes escolhidos e a capacidade de entregarem os seus planos de médio/longo prazo com crescimento e, principalmente, rentabilidade. Os hedges no Ibovespa (compra de put) e no dólar (comprado) permanecem na carteira em tamanhos similares e para eventos mais extremados.

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





## Angá Administração de Recursos

Angá Portfólio FIM CP:

O fundo obteve um rendimento de 1,12% no mês, equivalentes a 96% do CDI.

Nos últimos 12 meses o fundo acumula um rendimento de 12,78%, equivalente a 96% do CDI.

ESTRATÉGIA DO FUNDO:

O portfólio do fundo está dividido entre:

(i) crédito estruturado: 23%

(ii) ativos bancários: 35%

(iii) caixa: 42%

Crédito Estruturado:

Na parcela de crédito estruturado, o fundo investe em debêntures financeiras e em FIDCs em todas as classes de cotas (Sênior, Mezanino, Subordinada e Única). A exposição a cada uma dessas classes é discricionária de acordo com a expectativa de retorno, duration, qualidade do crédito, tipo de lastro e momento do ciclo de juros em que nos encontramos.

O book de Crédito Estruturado encerrou o mês com uma participação de aproximadamente 23% do PL distribuídos em 16 ativos, com a seguinte representação sobre o PL:

FIDCs Cota Sênior: 6,44%

FIDCs Cota Mezanino: 7,44%

FIDCs Cota Subordinada: 4,64%

LAM: 2,33%

Debêntures Financeira (sênior): 1,20%

FIDCs Cota Única: 1,00%



Excluindo-se a parcela investida em cotas subordinadas e fundos cota única que, por definição, não possuem benchmark definido, o book de crédito estruturado possui a seguinte fotografia:

Indexador % do PL Taxa de Carrego Bruta

CDI 13,83% CDI + 5,21% a.a.

IPCA 3,46% IPCA + 6,76% a.a.

Adicionalmente, a parcela investida em FIDCs cota única (1% do PL) tem toda exposição lastreada em carteiras de crédito consignado a servidores públicos federais e militares pré-fixadas e possuem uma taxa de carrego bruta de 20,38% a.a.

Os ativos de crédito estruturado seguem performando em linha com suas respectivas expectativas de retorno, com exceção da parcela alocada em cotas Subordinadas do FIDC Sabemi XI que representa 2,64% do PL. Embora historicamente as alocações em cotas subordinadas sejam os maiores geradores de alpha do fundo, hoje algumas dessas posições cujas carteiras foram adquiridas quando a Taxa Selic se encontrava em patamares baixos têm sido detratoras de performance, pois sua margem foi sendo corroída pelas sucessivas altas na SELIC. Em Março essa posição subtraiu 0,03% de retorno do fundo.

Ativos Bancários:

A parcela de ativos bancários representa 35% do patrimônio do fundo, distribuído em 25 emissores, sendo 7% da posição na forma de DPGEs (com cobertura do FGC) e outros 23% em instituições com rating AA ou AAA.

Angá High Yield FIRF CP

No mês de Março de 2023 o fundo obteve retorno de 1,20%, equivalente a 102% do CDI.

Desde o seu início, o fundo acumula um retorno de 58,43%, equivalente a 170% CDI.



ALOCAÇÃO DO FUNDO:

O FUNDO possui um orçamento de até 55% do seu PL para o book de Crédito Estruturado, podendo investir em diferentes instrumentos para tal. Em 31 de março de 2023 mantemos posições em cotas de FIDCs, Debêntures Financeiras, Debêntures Corporativas c/ Garantias, CDB-Vinculado, Letra de Arrendamento Mercantil e cotas de Fundo Imobiliário.

(i) crédito estruturado: 48%

(ii) ativos bancários: 32%

(iii) caixa: 20%

Ao final do mês, o book de Crédito Estruturado possuía a seguinte fotografia:

(i) FIDCs Cota Sênior: 13%

(ii) FIDCs Cota única: 10%

(iii) FIDCs Cota Subordinada: 8%

(iv) FIDCS Cota Mezanino: 8%

(v) Debênture Corporativa Estruturada: 3%

(vi) CDB-V: 3%

(vii) LAM: 2%

(viii) Debênture Financeira: 1%

(ix) FII: 1%

Excluindo-se a parcela investida em cotas subordinadas e fundos cota única que, por definição, não possuem benchmark definido, o book de crédito estruturado possui a seguinte fotografia:

Indexador % do PL Taxa de Carrego Bruta

CDI 22,29% CDI + 4,87% a.a.

IPCA 4,34% IPCA + 5,59% a.a.

PRÉ 2,52% 14,43% a.a.



Na parcela investida em FIDCs cota única (10,08% do PL), toda a nossa exposição está lastreada em carteiras de crédito consignado a servidores públicos federais, militares, beneficiários do INSS e na modalidade “Antecipação de Saque Aniversário FGTS” e possuem taxas entre 19% a 24% a.a.

Nesse momento de incerteza em relação ao cenário de taxas de juros e inflação, permanecemos com uma postura mais conservadora próximos do nosso menor nível histórico de alocação em cotas subordinadas de FIDCs (8% do PL). Embora historicamente sejam os maiores geradores de alpha do fundo, hoje algumas dessas posições cujas carteiras foram adquiridas quando a Taxa Selic se encontrava em patamares baixos (Ex.: FIDC Sabemi XI) têm sido detratoras de performance, pois sua margem foi sendo corroída pelas sucessivas altas na SELIC. A exposição a tais estruturas subordinadas que tem sido detratora de resultado é de 2,29% do patrimônio do fundo e gerou um retorno negativo de 0,03% na performance do fundo no mês. Todas elas estão em regime de amortização mensal.

O destaque positivo neste mês foi o FIDC Sabemi VI (+2,71%), beneficiado por reversões de PDD decorrente de recuperação de inadimplência de créditos que se encontravam 100% provisionados.

Seguimos concentrando os esforços na reciclagem do portfólio de consignado com ênfase no crescimento da carteira de consignado na modalidade “antecipação de saque aniversário FGTS” dentro dos FIDCs Multi Estratégia, onde essa classe de ativo já representa 23% e 24% dos respectivos PLs e outros 33% do PL do FIDC Multi Consignados. À medida que essa representatividade aumente teremos retornos crescentes nas cotas subordinadas dos FIDC Multi Estratégia e na cota única do FIDC Multi Consignados.

#### Títulos Privados de Instituições Financeiras

Encerramos o mês com 32% do PL alocados em títulos bancários, distribuído em 24 instituições, sendo cerca de 8% na forma de DPGE (com cobertura do FGC) e outros 19% em instituições com rating AAA ou AA.

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

Angá Portfólio FIM CP:

O principal gerador de retorno do fundo seguirá sendo a parcela de crédito estruturado, onde por hora priorizamos alocações em estruturas sênior ou mezanino. Já a parcela de títulos bancários seguirá para um melhor retorno do caixa do fundo, aproveitando-se de oportunidades no mercado secundário.



Cabe ressaltar que o Angá Portfolio não possui exposição a debêntures corporativas e, conseqüentemente, não sofreu qualquer tipo de impacto com o evento Lojas Americanas e/ou Light.

Angá High Yield FIRF CP:

Mantemos uma visão otimista para o fundo com a contínua reciclagem das carteiras de consignado em patamares de taxa atrativos, redução gradual da exposição nas cotas subordinadas “antigas”, aumento gradativo da taxa de carregamento da parcela alocada em cotas seniores e mezanino, além do potencial ganho de capital em alguns ativos específicos. Uma vez que a estratégia do fundo não contempla o investimento em debêntures high grade e se concentra em crédito estruturado e emissões bancárias, não temos qualquer exposição aos casos recentes de Americanas e Light.

Agradecemos a confiança e permanecemos à disposição para quaisquer esclarecimentos.

Equipe de Gestão Angá Asset Management

**Angá Total Return FIM CP / Angá High Yield Feeder FIC FIRF CP II / Angá Portfólio FIM CP**



## Apex Capital

No mês de março de 2023, o fundo Apex Ações 30 teve retorno de -3,75% e o índice Bovespa -2,9%.

Os destaques positivos em termos absolutos foram em Utilidade Pública, Indústria, Shopping e Propriedades e Serviços Financeiros. Os destaques negativos em termos absolutos foram em Varejo, Energia, Siderurgia e Mineração. Em termos relativos em relação ao índice Bovespa, os destaques positivos foram: Saúde, Energia, Papel e Celulose e Serviços Financeiros; e os negativos foram: Varejo, Alimentos e Bebidas, Siderurgia e Transporte. A exposição está em 89,99% do PL e as 15 maiores posições representavam 60,80% do PL no final do mês. A exposição setorial do fundo está conforme a seguir: Bens Industriais 21,7%; Financeiro e Outros 16,6%; Consumo não Cíclico 14,4%; Utilidade Pública 10,4%; Consumo Cíclico 9,5%; Materiais Básicos 8,5%; Petróleo, Gás e Biocombustíveis 6,7% e Saúde 5,3%.

No mês de março de 2023, o fundo Apex Infinity apresentou retorno de -2,17% e o índice Ibovespa -2,9%. Os destaques positivos em termos absolutos foram em Serviços Financeiros, Mineração, Utilidade Pública e Indústria. Os destaques negativos em termos absolutos foram em Varejo, Siderurgia, Alimentos e Bebidas e Consumo Básico. O fundo terminou o mês com uma exposição líquida de 34,90% e bruta de 129,09%. A exposição bruta setorial do fundo está conforme a seguir: Financeiro e Outros 28,5%; Consumo Cíclico 25,8%; Bens Industriais 17,7%; Utilidade Pública 13,8%; Materiais Básicos 12,4%; Consumo não Cíclico 11,3%; ETF 7,9%; Saúde 6,2%; Petróleo, Gás e Biocombustíveis 4,6% e Tecnologia da Informação 0,5%.

No mês de março de 2023, o fundo Apex Equity Hedge apresentou retorno de -0,66% e o CDI +1,17%.

Os destaques positivos em termos absolutos foram em Serviços Financeiros, Saúde e Mineração. Os destaques negativos em termos absolutos foram em Siderurgia, Transporte, Alimentos e Bebidas e Varejo. O fundo terminou o mês com uma exposição líquida de 3,15% e bruta de 107,87%.

A exposição bruta setorial do fundo está conforme a seguir: Financeiro e Outros 24,3%; Consumo Cíclico 16,3%; Bens Industriais 15,1%; Materiais Básicos 14,8%; Utilidade Pública 11,1%; Consumo não Cíclico 9,4%; Petróleo, Gás e Biocombustíveis 5,7%; Saúde 5,2%; ETF 4,7%; Tecnologia da Informação 0,5% e Telecomunicações 0,4%.



No mês de março de 2023, o fundo Apex Long Biased Icatu Prev 49 apresentou retorno de -0,43% e o CDI +1,17%. Os destaques positivos em termos absolutos foram em Serviços Financeiros, Mineração e Utilidade Pública. Os destaques negativos em termos absolutos foram em Varejo, Siderurgia, Alimentos e Bebidas e Consumo Básico. O fundo terminou o mês com uma exposição líquida de 20,52% e bruta de 52,75%. A exposição bruta setorial do fundo está conforme a seguir: Renda Fixa 49,1%; Financeiro e Outros 14,2%; Consumo Cíclico 11,8%; Bens Industriais 8,9%; Utilidade Pública 6,9%; Materiais Básicos 6,1%; Consumo não Cíclico 5,7%; Saúde 3,1%; Petróleo, Gás e Biocombustíveis 2,3% e Tecnologia da Informação 0,2%.

No mês de março de 2023, o fundo Apex Long Biased Icatu 70 Prev FIM apresentou retorno de -0,99% e o CDI +1,17%. Os destaques positivos em termos absolutos foram em Serviços Financeiros, Mineração e Utilidade Pública. Os destaques negativos em termos absolutos foram em Varejo, Siderurgia, Alimentos e Bebidas e Consumo Básico. O fundo terminou o mês com uma exposição líquida de 28,82% e bruta de 74,09%. A exposição bruta setorial do fundo está conforme a seguir: Renda Fixa 28,6%; Financeiro e Outros 20%; Consumo Cíclico 16,5%; Bens Industriais 12,5%; Utilidade Pública 9,7%; Materiais Básicos 8,6%; Consumo não Cíclico 8%; Saúde 4,3%; Petróleo, Gás e Biocombustíveis 3,2% e Tecnologia da Informação 0,3%.

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

Nos EUA, as ações de provisão de liquidez e garantia de depósitos adotadas pelas autoridades devem ajudar a evitar uma crise sistêmica no sistema financeiro, mas os episódios recentes de falências de bancos devem contribuir para um aperto das condições de crédito e um arrefecimento da atividade no 2º semestre. A inflação tem estado em trajetória de queda, mas de forma bastante lenta, refletindo o superaquecimento do mercado de trabalho e seus efeitos sobre a dinâmica de salários e dos preços de serviços. Em que pese o cenário inflacionário ainda desafiador, a economia deve refletir nos próximos trimestres os efeitos defasados das altas de juros dos últimos 12 meses, quando o Fed implementou o ciclo de aperto mais agressivo dos últimos 40 anos. Nossa expectativa é de que o Fed encerre o ciclo com mais uma alta, levando a uma taxa terminal de 5,0-5,25%.

Ao contrário dos EUA, o núcleo de inflação na Zona do Euro ainda segue em elevação, e as indicações são que o ECB precisará estender o ciclo de alta por um período um pouco maior. O ciclo de aperto monetário em DMs ainda não chegou ao fim, mas a maioria dos bancos centrais agora reduz o ritmo de alta, e em alguns países o ciclo já pode ter chegado ao fim.



Na China, os dados do 1º trimestre mostram continuidade do processo de aumento de mobilidade após o abandono da política de Covid Zero, produzindo uma recuperação relativamente rápida da atividade liderada pelo setor de serviços. Nesse contexto, esperamos que a economia chinesa apresente um crescimento próximo a 6% em 2023, na sequência do crescimento de 3% em 2022 (o mais baixo desde 1976, com exceção de 2020).

Já no Brasil, após o desempenho positivo em 2022, 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. Após uma queda rápida impulsionada por quedas de impostos no 2S22, vemos a inflação mais persistente em torno de 6% em 2023, refletindo alguma recuperação de preços administrados e pressões altistas em serviços. A restrição imposta pelo novo arcabouço fiscal ao crescimento do gasto é insuficiente para recolocar, mesmo a longo prazo, os resultados primários do setor público em patamar consistente com a estabilização da relação dívida / PIB. Dada a trajetória do gasto, o governo buscará ampliar a carga tributária, mas provavelmente o fará em magnitude inferior ao que seria necessário para estabilizar a relação dívida / PIB.

Não vemos uma crise fiscal iminente, mas o risco fiscal deve permanecer elevado, e o ajuste pelo lado da receita tem implicações negativas para o crescimento econômico. O governo tem questionado não apenas o nível apropriado das metas para a inflação, mas também a autonomia do Banco Central e o próprio regime monetário. Nesse contexto, as expectativas de inflação têm subido substancialmente, implicando tradeoffs mais desfavoráveis entre inflação e crescimento. Diante dos tradeoffs mais desfavoráveis, esperamos manutenção da Selic no que resta deste ano. 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

Em março, as notícias mais relevantes para os mercados estiveram relacionadas a uma possível crise bancária nos Estados Unidos, uma vez que alguns bancos regionais americanos, como o Silicon Valley Bank, enfrentaram corridas bancárias após exibirem fragilidades em seus balanços. Entretanto, a intervenção ágil dos reguladores conseguiu conter a propagação do pânico. No âmbito microeconômico, o impacto se limitou ao setor bancário, sem causar consequências negativas diretas às empresas de nosso portfólio.

O fundo encerrou o trimestre com uma rentabilidade de 13,4%, enquanto o S&P 500 valorizou-se 7,5%. Desde o início, o fundo acumula valorização de 333,8% e o S&P 500, 160,6%.

Paralelamente, o Ibovespa desvalorizou-se 7,2% no trimestre (e 115,5% desde o início do fundo). A underperformance recente do índice brasileiro é atribuída à elevada insegurança política, que além de gerar altas taxas de juros de longo prazo devido ao desequilíbrio fiscal, também provoca incertezas no ambiente corporativo com constantes alterações nas regras – como a taxaço das exportações de petróleo bruto.

O mercado acionário local apresenta-se atrativo em termos de múltiplos de lucro, com algumas ações já incorporando prêmios de risco adequados diante das elevadas taxas de juros. No entanto, diante da atual discussão tributária e da possível elevação de impostos sobre diversos setores da economia, há o risco de que os lucros esperados não se concretizem. Nesse contexto, o que aparenta ser barato pode não se provar ilusório.

Neste mês, ampliamos nossa exposição à bolsa brasileira por meio de um investimento em uma empresa rentável, negociada com um desconto considerável em relação ao seu valor de liquidação.

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

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 março os dados da economia Chinesa seguiram bastante fortes, reforçando a retomada pós Covid Zero. O país estabeleceu 5% como meta de crescimento para o ano, contra os 3% efetivados em 2022, e acreditamos que terminará entregando entre 5,5% e 6%.

Nos EUA, em que o mercado de trabalho teimava em não arrefecer e as projeções de elevação de juros vinham escalando, a quebra do Silicon Valley Bank (SVB) e a subsequente crise bancária funcionaram como freio auxiliar ao aperto do FED.

O SVB tinha tido grande influxo de depósitos nos últimos anos, e os investira majoritariamente em títulos de longo prazo. Quando a curva de juros abriu fortemente, uma marcação a mercado dos ativos levaria a instituição à insolvência. A questão é que outros bancos, que possuíssem empréstimos ao invés de títulos líquidos no ativo, e também não tivessem feito hedge de risco juros, sofreriam o destino do SVB “em câmera lenta”, pois teriam o passivo rodando a uma taxa bem mais alta que o ativo. O SVB poderia ser o “canário da mina”, ironicamente punido de forma rápida por seu conservadorismo com risco de crédito.

O FED agiu rápido, designando o SVB, além do Signature Bank de NY, como origens potenciais de risco sistêmico, o que lhe possibilitou requerer ao FDIC ressarcir depósitos acima do valor segurado (até USD250k). Em paralelo, introduziu o Bank Term Funding Program, pelo qual passou a emprestar aos bancos com títulos a valor de face (e não desvalorizados pela marcação a mercado) como garantia.

Fato é que o sistema bancário norte-americano é hoje significativamente mais saudável que às vésperas da crise de 2008, com menor alavancagem, mais caixa e sem operações opacas de real estate. Por outro lado, o advento das mídias sociais tornou as corridas bancárias muito mais rápidas e imprevisíveis que antes.

Nos primeiros dias o uso do novo facility pelos bancos foi enorme, mas foi aos poucos amainando, sugerindo a superação da fase mais crítica da crise. Contra esse pano de fundo o FOMC se reuniu e subiu os juros em apenas 0,25%, contra os 0,5% tidos como prováveis anteriormente. Além disso, deixou de sinalizar com ajustes adicionais, mantendo-se data dependent.

Na Europa tivemos a quebra do Credit Suisse e sua compra, induzida pelo governo, pelo UBS. A concentração bancária segue se elevando pelo mundo, no limite com um banco grande por país europeu e alguns poucos nos EUA. Com isso, a atividade bancária vai se entremeando ao risco soberano de suas sedes.



No Brasil, tivemos contração de 0,2% no PIB do quarto trimestre de 2022, após cinco trimestres de expansão. É provável que a primeira metade de 2023 siga com atividade fraca.

O ministro Haddad conseguiu emplacar a reoneração de combustíveis, que vinha sendo evitada pela área política do governo. A medida veio acompanhada do PL de retorno do voto de qualidade no CARF e de alterações em preços de transferência para filiais no exterior. Com isso, a Fazenda deu início a um projeto de longa e contínua elevação da carga tributária.

Haddad, sabedor da resistência de parte de seu partido a ajustes fiscais e da “equipe econômica B” locada no BNDES, em seguida foi em busca de apoios prévios à reunião com Lula sobre o novo arcabouço fiscal. Conseguiu declarações públicas de Tebet e Alkimin. No fim, saiu o desenho inicial do arcabouço.

Para que suas contas fechem é necessário um aumento importante de arrecadação em 2024, cuja maior contribuição deve vir da inclusão de subvenções estaduais a custeio na base do IRPJ e do CSLL, desfazendo o “jabuti” de 2017. Outros tópicos, como tributação de apostas on-line, impositões de baixo valor e come-cotas de fundos exclusivos, possuem papel mais de equidade do que propriamente de arrecadação vultosa.

Nos anos seguintes é necessário um aumento real de carga a cada ano, de 3% ou mais. Em suma, trata-se de um programa essencialmente de tributação, que deve sofrer modificações na tramitação pelo legislativo. Acreditamos, entretanto, representar um avanço frente à postura anterior do governo, de bravatas à ideia de equilíbrio de contas, embora evidentemente distante da qualidade, por exemplo, do projeto apresentado pelo deputado Pedro Paulo (PSD-RJ).

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

O cenário global cindiu-se em um ocidente se equilibrando entre contenção da inflação e administração de crise bancária, e uma China ressurgindo da paralisia do Covid zero. Trata-se de um ambiente com riscos de cauda expressivos, mas que pode se mostrar favorável a ativos de emergentes.

No campo doméstico, alguns passos foram dados em direção a um mínimo de ordem fiscal, mas as discordâncias internas do governo quanto ao tema se mantêm. Além disso, em breve teremos a definição do próximo Diretor de Política Monetária do BC, um novo front de batalha que servirá como preâmbulo à disputa pela sucessão de Campos Neto em fins de 2024.



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. Com a avaliação de que a assimetria favorável havia se reduzido, zeramos a posição tomada em cupom cambial e a venda de S&P antes da crise do SVB.

No Brasil, mantivemos a exposição a ações high conviction com hedge em índice, parcialmente desfeito. Mantivemos a posição aplicada curta indexada ao IPCA e, em meio à apresentação no novo arcabouço fiscal, zeramos a inclinação de juros.

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



## ARX Investimentos

O mês de março foi marcado por um súbito aumento da volatilidade dos mercados devido ao estresse no setor bancário, cujo estopim foi causado pelo colapso do Silicon Valley Bank e, em seguida, do Credit Suisse. No entanto, a rápida atuação dos formuladores de política pública nos Estados Unidos e na Suíça foi de extrema importância para a estabilização dos ativos financeiros.

No cenário doméstico, observamos que os preços dos ativos reagiram com alguma volatilidade ao longo do mês e a proposta de novo arcabouço fiscal divulgada pelo governo para substituir o teto de gastos, ainda que tenha recebido diversas críticas do mercado, afastou cenários mais pessimistas e trouxe alívio aos mercados de juros.

O Ibovespa teve mais uma variação mensal negativa refletindo as incertezas sobre a agenda macroeconômica do novo governo, em especial a inesperada taxa de exportações de petróleo cru e a redução da taxa de juros do consignado do INSS, que ocasionaram o aumento do prêmio dos ativos de risco domésticos.

O mercado de crédito privado high grade continuou sofrendo com a remarcação defasada de preços. Apesar de entendermos que uma reprecificação possa ser justificável após alguns eventos de crédito e um cenário macroeconômico desafiador neste início de 2023, nos parece que o nível de incertezas hoje é consideravelmente inferior àquele observado em 2020, em plena pandemia do COVID-19.

A atribuição de performance positiva dos portfólios multimercados macro foi concentrada nas posições aplicadas na curva de juros nominal local e vendidas em bolsa internacional. Diante de um ambiente bastante volátil, optamos por uma estratégia com viés mais tático, procurando aproveitar as assimetrias de preços e manter exposições menores nos momentos de mais estresse, com o intuito de preservar uma maior flexibilidade em um cenário com alto grau de incerteza.

Os principais detratores de retorno da estratégia ARX Income no mês foram Hapvida, Assaí, Rede D'Or. Contribuíram positivamente as alocações em Embraer, TIM e Santos Brasil.

Nos fundos de crédito privado, o risco de crédito trouxe contribuições negativas por conta da remarcação generalizada de spreads no mercado. Em particular, houve impacto relevante dos papéis de Light, que foram remarcados a 30% do PAR. Ainda assim fechamos o mês com cotas positivas. Já o risco de mercado dos fundos das famílias ARX Elbrus, ARX Elbrus Pro e ARX K2 Previdência trouxe contribuições positivas.



**Perspectivas para o mês de abril:**

Para abril, a estratégia macro vem adotando uma postura mais cautelosa na renda fixa local através de posições compradas em inflação implícita e inclinação na curva de juros nominal por conta dos riscos envolvendo o novo arcabouço fiscal e a discussão sobre a mudança da meta de inflação e uma possível alteração de viés do Banco Central. No book internacional, seguimos vendido em índices de ações de países desenvolvidos que possuem características cíclicas. Na bolsa local, seguimos com posições compradas através de uma carteira de ações selecionadas e procurando proteções através de estruturas de opções.

Na estratégia ARX Income, diante das indefinições, buscamos um maior nível de diversificação no portfólio com o objetivo de mitigar riscos específicos. Ao longo do mês, encerramos a alocação em Banco do Brasil, reduzimos um pouco a exposição a Embraer e aumentamos as alocações em Assaí, Gerdau, 3R Petroleum e Eletrobras. As principais teses de investimento estão nos setores de bancos, mineração, energia elétrica, varejo alimentar e telefonia.

No mercado de crédito privado, acreditamos que o fluxo de resgates na desencadeou um movimento de correção exagerado em um primeiro momento, abrindo oportunidades de alocação em emissores corporativos de baixo risco de crédito. Temos aproveitado para oxigenar os portfólios, com destaque para a redução de alocações em instrumentos de dívidas bancárias e aumento das alocações em debêntures, buscando aumentar um pouco o prazo médio das carteiras de forma a capturar prêmios atrativos por prazos mais elevados. Também participamos das emissões primárias de AEGEA e Ecovias dos Imigrantes.

Adicionalmente, a taxa de carregamento dos ativos aumentou consideravelmente, atingindo patamares do auge da pandemia do COVID-19, ainda que, em nossa visão, estejamos distantes deste cenário, sobretudo no perfil de risco high grade. Para os fundos com risco de mercado, mativemos a duration em 3,2y nos fundos atrelados ao IMA-B 5 – famílias ARX Elbrus e ARX K2 Previdência – e 7,0y para os fundos da família ARX Elbrus Pro – benchmark IMA-B.

**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**



## Asset 1

Em março, a eclosão de turbulências no mercado bancário norte americano gerou um forte movimento de queda das taxas de juros futuras e de desvalorização do dólar. As bolsas americanas, por sua vez, tiveram comportamento misto, com o S&P 500 e o NASDAQ registrando valorização e o RUSSELL 2000 fechando o mês passado em queda. A falência de três bancos regionais em cinco dias trouxe o tema da instabilidade financeira para o centro das discussões. Para estancar a crise, as autoridades americanas injetaram centenas de bilhões de dólares em liquidez no sistema financeiro e garantiram todos os depósitos das instituições que foram liquidadas. Avaliamos, no entanto, que é cedo para concluir que esta nova crise bancária foi superada, por dois motivos: (1) a diferença de rentabilidade entre as taxas pagas pelos fundos Money Markets e as instituições bancárias continua incentivando a saída dos depósitos dos bancos; e (2) a legislação atual impede que o Tesouro Americano e o FDIC garantam os depósitos de todos os bancos regionais, limitando-os a uma abordagem que trata cada caso de forma isolada. A ausência de uma solução sistêmica faz com que os bancos regionais continuem suscetíveis a retiradas de seus depósitos. E a consequência disto é que estes bancos, que são muito importantes na concessão de crédito para pequenas empresas, terão que ser bem cautelosos na concessão de novos empréstimos para poderem preservar a saúde de seus balanços. Com isso, avaliamos que a economia americana passará por um aperto adicional na oferta de crédito nos próximos meses, o que deve elevar o risco de recessão nos EUA. Com este pano de fundo, o FED indicou que seguirá o princípio da separação de instrumentos, utilizando a taxa de juros para combater a inflação e medidas de liquidez para mitigar os episódios de instabilidade financeira. No entanto, avaliamos que o aperto de crédito aumenta a incerteza sobre a trajetória da taxa de juros e aumenta a probabilidade de uma pausa no ciclo de alta na próxima reunião do FED.

No Brasil, os ativos de risco também registraram performance mista: o Ibovespa registrou mais um mês de performance negativa; a taxa de câmbio, por outro lado, apreciou-se e as taxas de juros futuras registraram forte fechamento. O governo apresentou no final do mês passado as linhas gerais da proposta do novo arcabouço fiscal, que combina duas regras principais: (1) o crescimento real das despesas primárias de um ano serão limitadas a 70% do crescimento real da receitas líquidas observadas nos 12 meses terminados em junho do ano anterior, com um piso de 0.6% e um teto de 2.5% do ritmo de expansão das despesas; (2) o governo perseguirá metas de resultado primário, com uma banda de 0.25% do PIB.





Além disso, a proposta define um piso para os investimentos públicos, permite que o resultado primário que exceder o teto da meta poderá ser utilizado para ampliar os investimentos nos anos seguintes e prevê que caso o resultado primário fique abaixo do piso da meta, o crescimento real das despesas primárias do ano seguinte seria limitado a 50% do crescimento real das receitas líquidas. Avaliamos que a regra, por si só, é insuficiente para estabilizar a relação dívida / PIB até o final da década. Por isso, ela sinaliza que o governo precisará promover um forte aumento da carga tributária para que o resultado primário volte a ser positivo. Em linha com este diagnóstico, a equipe econômica informou que anunciará neste mês um conjunto de medidas para elevar a arrecadação tributária entre R\$ 100 bilhões e R\$ 150 bilhões por ano.

**Perspectivas para o mês de abril:**

Para abril, esperamos que os mercados internacionais continuem voláteis, refletindo o aperto das condições de crédito e o maior risco de recessão na economia americana em um contexto de inflação elevada e mercado de trabalho ainda apertado. Por isso, seguimos pessimistas com as bolsas americanas, por avaliarmos que as projeções de lucros serão revisadas para baixo e que o FED não poderá cortar as taxas de juros no curto prazo. No Brasil, os mercados devem focar em três temas: (1) a apresentação das medidas para aumento das receitas tributárias; (2) o início da tramitação das medidas fiscais no congresso e suas chances de aprovação; e (3) o risco de um aperto mais forte no mercado de crédito local. Avaliamos que estes temas são negativos para o mercado doméstico de ações, pois apontam para menos crescimento e mais impostos. Reduzimos nossa projeção para o IPCA de 2023 de 6.3% para 5.5%, devido a revisões para baixo nas estimativas para alimentos, bens duráveis e serviços. No entanto, a continuidade do movimento de alta das expectativas de inflação de médio prazo tem elevado as projeções de inflação para 2024 e indicam que não há condições para que o COPOM possa iniciar um ciclo de corte de juros nos próximos meses.

**Asset 1 A1 Hedge FIC FIM**



## Atena Capital

O mês foi marcado por bastante volatilidade no mercado, que acabou caindo por pressões negativas internas e externas. O mercado local foi marcado por incertezas fiscais e monetárias, que acabaram arrefecendo no final do mês com o discurso do Copom e anúncio do arcabouço fiscal. Já o mercado offshore foi impactado pela quebra do banco americano de startups Silicon Valley Bank e pela venda do Credit Suisse ao UBS, eventos que geraram temores de uma crise bancária generalizada.

No mês, continuamos observando aumento dos spreads das debêntures no mercado. Em nossa carteira, os spreads seguem elevados, mas com movimentos distintos entre os papéis, com alguns ativos já apresentando redução das taxas, o que contribuiu para o ganho no período.

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

Acreditamos que nossa alocação atual está otimizada para capturar retornos consistentes, enquanto mantemos baixa volatilidade através de um rígido controle de risco dos ativos da carteira.

Continuamos aproveitando o momento de spreads elevados para aumentar a alocação em empresas de alta qualidade que apresentavam prêmio em relação a seu risco esperado.

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



## Athena Capital

resultado do mês foi impactado diretamente por duas empresas específicas: HAPV e RECV, que geraram praticamente todo o resultado negativo do mês. A Hapvida reportou um resultado bem abaixo do esperado, enquanto na RECV, o relatório das reservas que a companhia atualiza anualmente, trouxe uma perspectiva de capex bem acima do previsto.

O resultado da HPV levantou algumas preocupações estruturais e o aumento de risco relevante da liquidez de curto prazo, de forma que não repusemos o peso no ativo, enquanto ele se desvaloriza e trocamos parte de nossa posição por uma estrutura de opções com risco de perda limitado. No curto prazo, o aumento de capital recentemente anunciado com a venda de imóveis, dá um fôlego importante à companhia e, além disso, o capital novo aportado pela família controladora traz um certo conforto que o risco de sinistros/custos, ainda não reconhecidos em resultado pela companhia, é aparentemente baixo. Assim sendo e analisando os resultados das outras companhias do segmento, ainda acreditamos que a baixa rentabilidade parece mais uma conjuntura adversa do setor como um todo e que a posição relativa da

Hapvida segue destacada. Ainda assim, a integração com GNDI segue tendo percalços e a companhia segue tendo um ano de 2023 difícil de “arrumação” da casa, com integração de sistemas e processos de turnaround das empresas recém adquiridas, além do grande turnover do Top Management. Dado os desafios de curto prazo, mas ainda acreditando no modelo de negócios vencedor da companhia e o valuation bem depreciado, mantemos uma posição mas em menor tamanho e parte em estruturas de opções, que limita nosso downside.

Já no caso de RECV, a grande decepção veio no novo relatório de reservas da companhia, que trouxe um aumento nas projeções de CAPEX muito acima do esperado. Acreditamos que houve uma falha de comunicação da companhia para explicar tal incremento e também que a queda das ações foi exagerada. Diante disso, mantemos a posição na mesma, que pelas nossas contas possui uma taxa interna de retorno do investimento bem interessante, mesmo contemplando o CAPEX do novo relatório de reservas, ainda que acreditemos que ele só será desembolsado nesta magnitude com uma produção materialmente melhor (mas por conservadorismo também mantemos a produção do relatório de reservas).

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

Os resultados do 4º trimestre de 2022 mostraram uma desaceleração maior da economia do que era previsto anteriormente, fazendo o mercado se preocupar ainda mais com o que esperar do 1º trimestre de 2023.



Acreditamos que o mercado já antecipou a expectativa de números ainda piores, talvez de forma até excessiva. Em alguns casos, não temos muita dúvida da capacidade de geração de valor da empresa, mas nos preocupamos como os resultados de curto prazo serão recebidos e, por isso, temos feito incrementos de maneira parcimoniosa em empresas com posicionamentos competitivos muito sólidos e valuation muito deprimidos, mas com dinâmicas de resultados de curto prazo ainda decepcionantes.

Temos mantido uma parte significativa da carteira em ativos de exportadoras de commodities ou negócios dessa cadeia, que diminuem a ligação do portfólio com a economia brasileira e trazem consigo um hedge cambial. A posição mais expressiva do portfólio é a alocação em ativos bond like, como energia elétrica e shopping centers, que estão em seu momento de spread recorde em relação a NTN-B.

**Athena Total Return II FIC FIA**



## Augme Capital

No mês de março, o Augme 45 teve retorno de 1,10% ou 94% do CDI (R\$ 2,65 milhões de PnL). Na performance por estratégia, o nosso book ilíquido (ou HTM) entregou 1,32% de retorno, equivalente a 117,9% do CDI (R\$ 384 mil de PnL). O book líquido (ou de trading) teve retorno de 1,18% ou 105,24% do CDI (R\$ 1,452 milhões de PnL) e o caixa fez 1,16% ou 103% do CDI (R\$ 1,017 milhões de PnL).

O nosso book ilíquido (ou HTM), foi afetado negativamente pelas marcações nos papéis de Triple Play (-R\$ 18,4 mil) e Virtus Pay (-R\$ 2 mil), com impacto marginal no retorno do book HTM para o mês. Dentre as contribuições positivas, tivemos as debêntures de Aegea (R\$ 28 mil), BlueFit (R\$ 28 mil), cota sub do FIDC Stone (R\$ 25,2 mil) e CRI Evolua (R\$ 18 mil).

Considerando agora nosso book líquido, como detratores de performance tivemos marcação nas debêntures de Aliar (-R\$ 158 mil), Bonds de Itaú (-R\$ 27,2 mil) e FII XP Hotéis (-R\$ 16,7 mil). Como destaques positivos, tivemos remarcação do CDB-V Americanas (R\$ 274 mil), debêntures de Smartfit (R\$ 128 mil) e Bond de Movida (R\$ 34,5 mil).

### Perspectivas para o mês de abril:

O Augme 45 encerrou o mês com 13,72% alocados no book ilíquido (ou HTM), 55,34% alocados no book líquido (ou de trading) e 30,94% em caixa. Observamos o fluxo de aplicações e resgates melhorando na margem, mas ainda com net negativo, ao mesmo tempo que alguns ativos tidos como high grade começaram a apresentar leve fechamento de spread. Com isso, fizemos algumas alocações no mês de março, o que aumentou nossa exposição principalmente ao book líquido, em detrimento do caixa. De toda forma, estamos bastante cautelosos na gestão do fundo, mantendo o caixa acima do target para a estratégia.

O Augme 45 encerrou o mês com CDI + 1,91% a.a. de carregamento, já considerando o caixa de 31% do PL do fundo mencionado acima. Este caixa elevado mantém a duration do portfólio baixa, em 1,63 anos. O maior emissor risco encerrou o mês em 1,83% (Smartfit) e o Índice HHI em 1,59%.

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



## Avantgarde Asset

Em março o fundo teve retorno de -3,2% contra -3,1% do IBX. Em 2023, o retorno do fundo é de -7% contra -7,3% do benchmark. Desde o início, o fundo tem 51,3% de retorno contra 2,8% do IBX. A volatilidade das cotas diárias do fundo, desde o início, está em 22% contra 29% do IBX. O beta, por sua vez, foi de 0,65 (modelo CAPM). O Alfa de Jensen resultante é de 8,6% ao ano.

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

O fundo entra em abril totalmente alocado em ativos de risco, com aproximadamente 90% do patrimônio alocado em ações, 9% em recibos de empresas estrangeiras (BDR) e 1% de caixa.

### **Avantgarde Multifatores FIA**



## Bahia Asset Management

### Bahia AM Maraú FIC FIM

O fundo teve resultado positivo em Renda Fixa e negativo em Renda Variável. Os ganhos vieram de posições aplicadas em juros no mercado internacional, compradas em volatilidade e aplicadas em inclinação no Brasil. As perdas vieram de posições compradas no dólar americano. Em Renda Variável, as principais perdas vieram de posições vendidas no mercado americano e compradas em petróleo. O início de uma crise bancária nos Estados Unidos e na Europa gerou forte aversão a risco nos ativos globais e um ambiente de alta volatilidade. Medidas foram tomadas visando garantir liquidez aos bancos e integralidade dos depósitos aos depositantes. Os dados divulgados nos EUA levantaram a possibilidade de o FED reacelerar o ritmo de altas, para 0,50%. No Brasil, anunciaram as linhas gerais do novo arcabouço fiscal, que não é suficiente para garantir a convergência da dívida no longo prazo. Em sua última reunião, o COPOM decidiu pela manutenção da Selic em 13.75% a.a. em comunicado fortemente comprometido com o alcance das metas

### Bahia AM FIC FIM

O fundo teve resultado positivo em Renda Fixa e negativo em Renda Variável. Os ganhos vieram de posições aplicadas em juros no mercado internacional, compradas em volatilidade e aplicadas em inclinação no Brasil. As perdas vieram de posições compradas no dólar americano. Em Renda Variável, as principais perdas vieram de posições vendidas no mercado americano e compradas em petróleo. O início de uma crise bancária nos Estados Unidos e na Europa gerou forte aversão a risco nos ativos globais e um ambiente de alta volatilidade. Medidas foram tomadas visando garantir liquidez aos bancos e integralidade dos depósitos aos depositantes. Os dados divulgados nos EUA levantaram a possibilidade de o FED reacelerar o ritmo de altas, para 0,50%. No Brasil, anunciaram as linhas gerais do novo arcabouço fiscal, que não é suficiente para garantir a convergência da dívida no longo prazo. Em sua última reunião, o COPOM decidiu pela manutenção da Selic em 13.75% a.a. em comunicado fortemente comprometido com o alcance das metas.

### Bahia AM Long Biased FIC FIM

As contribuições positivas ficaram concentradas em posições nos setores de Transportes e Saúde. Rumo continua tendo uma performance positiva devido à resiliência do seu modelo de negócios que se beneficia do bom momento que passa o agronegócio no país.



Oncoclínicas foi destaque positivo no mês após a divulgação de um bom resultado do último trimestre, surpreendendo crescimento de receita e margens. As contribuições negativas vieram dos nossos hedges no mercado americano, de posições do setor de Consumo Básico e, também, de uma posição específica no setor de Saúde. Assaí teve uma má performance após a venda de um bloco de ações de uma grande participação do Casino, ex-Controlador da companhia. O mercado vem exibindo preocupação com a saúde financeira do Casino e, com isso, pressiona as ações do Assaí na espera da venda da última fatia de sua participação na empresa. Rede D'Or contribuiu negativamente no mês após a divulgação de resultados abaixo do esperado da SulAmérica, sua recente aquisição.

#### Bahia AM Valuation FIC de FIA

As contribuições positivas ficaram concentradas em posições nos setores de Transportes e Saúde. Rumo continua tendo uma performance positiva devido à resiliência do seu modelo de negócios que se beneficia do bom momento que passa o agronegócio no país. Oncoclínicas foi destaque positivo no mês após a divulgação de um bom resultado do último trimestre, surpreendendo crescimento de receita e margens. As contribuições negativas vieram do setor de Consumo Básico e, também, de uma posição específica no setor de Saúde. Assaí teve uma má performance após a venda de um bloco de ações de uma grande participação do Casino, ex-Controlador da companhia. O mercado vem exibindo preocupação com a saúde financeira do Casino e, com isso, pressiona as ações do Assaí na espera da venda da última fatia de sua participação na empresa. Rede D'Or contribuiu negativamente no mês após a divulgação de resultados abaixo do esperado da SulAmérica, sua recente aquisição.

#### Bahia AM Mutá FIC FIM

O fundo teve resultado positivo em Renda Fixa e negativo em Renda Variável. Os ganhos vieram de posições aplicadas em juros no mercado internacional, compradas em volatilidade e aplicadas em inclinação no Brasil. As perdas vieram de posições compradas no dólar americano. Em Renda Variável, as principais perdas vieram de posições vendidas no mercado americano e compradas em petróleo. O início de uma crise bancária nos Estados Unidos e na Europa gerou forte aversão a risco nos ativos globais e um ambiente de alta volatilidade. Medidas foram tomadas visando garantir liquidez aos bancos e integralidade dos depósitos aos depositantes. Os dados divulgados nos EUA levantaram a possibilidade de o FED reacelerar o ritmo de altas, para 0,50%. No Brasil, anunciaram as linhas gerais do novo arcabouço fiscal, que não é suficiente para garantir a convergência da dívida no longo prazo.





Em sua última reunião, o COPOM decidiu pela manutenção da Selic em 13.75% a.a. em comunicado fortemente comprometido com o alcance das metas.

**Perspectivas para o mês de abril:**

**Bahia AM Marau FIC FIM**

A economia global deve desacelerar à frente devido ao grande aperto monetário em curso, com alta probabilidade de uma recessão adiante. O aperto no crédito decorrente dos acontecimentos recentes acentua este processo. A inflação dos preços ao consumidor e de salários segue como principal variável a ser monitorada. O ciclo de aperto monetário pelos bancos centrais está em seu estágio final e em ritmo menos acelerado. Em Renda Fixa, temos posições aplicadas em juros de países desenvolvidos, tomadas em juros no Japão, vendidas no dólar americano contra uma cesta de moedas e relativas em volatilidade. No mercado doméstico, temos posições aplicadas em inclinação de juro nominal. Em Renda Variável, temos posições compradas em Petróleo, vendidas em S&P e Small Caps Americanas.

**Bahia AM FIC FIM**

A economia global deve desacelerar à frente devido ao grande aperto monetário em curso, com alta probabilidade de uma recessão adiante. O aperto no crédito decorrente dos acontecimentos recentes acentua este processo. A inflação dos preços ao consumidor e de salários segue como principal variável a ser monitorada. O ciclo de aperto monetário pelos bancos centrais está em seu estágio final e em ritmo menos acelerado. Em Renda Fixa, temos posições aplicadas em juros de países desenvolvidos, tomadas em juros no Japão, vendidas no dólar americano contra uma cesta de moedas e relativas em volatilidade. No mercado doméstico, temos posições aplicadas em inclinação de juro nominal. Em Renda Variável, temos posições compradas em Petróleo, vendidas em S&P e Small Caps Americanas.

**Bahia AM Long Biased FIC 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, Bancos e Setor Elétrico.

#### Bahia AM Mutá FIC FIM

A economia global deve desacelerar à frente devido ao grande aperto monetário em curso, com alta probabilidade de uma recessão adiante. O aperto no crédito decorrente dos acontecimentos recentes acentua este processo. A inflação dos preços ao consumidor e de salários segue como principal variável a ser monitorada. O ciclo de aperto monetário pelos bancos centrais está em seu estágio final e em ritmo menos acelerado. Em Renda Fixa, temos posições aplicadas em juros de países desenvolvidos, tomadas em juros no Japão, vendidas no dólar americano contra uma cesta de moedas e relativas em volatilidade. No mercado doméstico, temos posições aplicadas em inclinação de juro nominal. Em Renda Variável, temos posições compradas em Petróleo, vendidas em S&P e Small Caps Americanas.

**Bahia AM Valuation FIC de FIA / Bahia AM FIC FIM / Bahia AM Mutá 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 Março 2023 foi surpreendente. Iniciou em tom negativo, sobretudo por conta dos juros em alta, mas sofreu reversão forte a partir do evento gerado pelo banco médio Californiano SVB em 10 de Março. A reversão da alta de juros nos vencimentos da curva de juros governamentais dos EUA já começaram a ser sentidos na 5af 09 de Março e prosseguiram mesmo após a interferência do FDIC e do FED, que garantiram 100% dos depósitos em bancos médios. A partir da interferência do FDIC e do FED, em 12 de Março, os mercados se estabilizaram mas seguiu a queda de juros nos bonds governamentais. O restante do mês apresentou dinâmica de recuperação nos mercados de ações e de ativos de risco em geral.

A queda nos juros nos EUA foi para alguns vencimentos a maior desde o crash de 1987, com o 2Y Note yield nos EUA caindo 87bps de 4,90% para 4.03% em apenas 3 dias (09 de Março a 13 de Março). Para os vencimentos de 10 ano, a queda foi de 3,92% para 3,51%. Tiveram oscilações muito altas também em outros mercados de bonds. As curvas de juros futuras nos EUA passaram a indicar cenário de cortes de juros significativos ainda em 2023.

Esse movimento impulsionou os mercados de ações, sobretudo nos EUA, que subiram +3,5% (S&P) e +9,5% (Nasdaq). As ações de tecnologia, notadamente algumas das FANGs como AAPL recuperaram em grande parte as perdas que tiveram no ano passado, apenas em alguns dias do mês.

Mesmo após o FED aumentar em 0,25% FFR e ainda indicar preocupação com inflação, o mercado futuro e a curva de juros seguiram indicando probabilidade de recessão e cortes de juros nos EUA ainda em 2023.

No Brasil, os mercados iniciaram o mês em tom negativo, sobretudo por conta de números piores de inflação e da expectativa do novo arcabouço fiscal. Ao longo do mês os mercados se recuperaram, influenciados pela melhora nos mercados globais e com a expectativa de divulgação do novo arcabouço fiscal, que saiu nos últimos dias do mês de Março, e não surpreendeu negativamente. O Ibovespa fechou o mês em -2,91% vs o AZ Q Bayes FIA em -2,3%.

Os fatores de risco Long Short foram muito bem durante o mês de Março, com performance de +1,41% do AZQ Bayes LS Master. As famílias de fatores de risco LS que apresentaram melhor performance foram Momentum, Crescimento e Qualidade. Sendo que LS Valor e LS Baixo Risco fecharam o mês aproximadamente zeradas. Os fatores de risco Long Only foram melhor do que o mercado, medido pelo Ibovespa, mas sofreram também no mês.



Todas as 5 famílias de fatores de risco long only foram melhores do que o Ibovespa no mês de Março, com destaque para Crescimento, Qualidade e Momentum.

**Perspectivas para o mês de abril:**

A preocupação com a dinâmica de inflação passou a dividir espaço com o risco de desaceleração por conta da crise nos bancos médios americanos.

O ambiente de convergência de inflação ainda é incerto mas o mercado parece indicar nos juros futuros que haverá desaceleração forte e que o FED poderá ser obrigado a cortar juros ainda em 2023.

No Brasil o anúncio do novo arcabouço fiscal há poucos dias ao menos indicou preocupação do atual governo em controlar os gastos nos patamares atuais, mas propõe cortar o déficit via aumento de impostos, o que é incerto. Segundo a curva de juros local, há expectativa de início de corte de juros no Brasil ainda em 2023. Naturalmente o cenário de juros será influenciado pelos indicadores locais e pela movimentação do FED.

Os mercados parecem estar estabilizando, sobretudo no exterior, notadamente ações e bonds nos EUA. Resta acompanhar se as projeções atuais de cortes de juros já em 2023 nos EUA serão sancionadas pelo FED. Essa dinâmica será bastante influenciada pelos próximos indicadores de inflação e atividade e pelo comportamento de setores como os bancos médios nos EUA.

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



## BlueLine

O fundo Blue Alpha Feeder B FIC FIM teve performance de -0,37% no mês de março contra um CDI de 1,17%.

O principal detrator veio do mercado de renda fixa com uma contribuição de -60bps. Posições tomadas na parte curta da curva do EUA, que vinham ganhando força com os dados recente de atividade econômica e inflação, sofreram com base em eventos envolvendo bancos do sistema financeiro americano. As posições em moedas, que estavam compradas em USD, também apresentaram performance negativa (-21bps).

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

Atualmente o fundo Blue Alpha está operando com posições vendidas em USD, principalmente contra JPY, EUR e MXN. Acreditamos que sinais de fragilidade no sistema financeiro americano são negativos para o dólar e faz com que o FED seja menos agressivo em sua política de aperto monetário. Em renda fixa temos posições tomadas na curva de Europa e aplicada em Reino Unido. Também estamos aplicados em juros real nos EUA. No mercado de renda variável a exposição total do fundo é quase zero, apesar de termos posições de valor relativo comprada em Europa e vendida em EUA e Brasil.

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



## Butiá Gestão de Investimentos

Apesar de ter sido um mês de alta volatilidade no mercado, o ambiente global positivo para ativos de risco deste ano continuou em março com o S&P subindo 3,7%, acumulando alta de 7,5% em 2023. Esse movimento se dá em função do comportamento da curva de juros americanos, exemplificado pela taxa de juros dos títulos de 10 anos do governo que iniciaram o ano em 3,9% a.a., mas fecharam o mês em 3,5% a.a.. Apesar de um núcleo de inflação persistentemente alto com pressão de serviços, a percepção de que a economia vem desacelerando e os eventos de stress bancário, protagonizados nos EUA pelo SVB e por bancos regionais e na Europa pelo CreditSuisse, prevaleceram. A crença é de que o aumento do risco sistêmico e a contração de crédito apertarão as condições financeiras na economia, substituindo boa parte da necessidade de novos aumentos das taxas de juros.

No Brasil, o COPOM manteve o nível de juros estável e adotou um tom mais hawkish que o esperado. O colegiado expressou sua preocupação com os níveis de inflação no horizonte relevante acima do teto da meta, porém foi ainda mais vocal ao expressar as preocupações em torno da desancoragem de inflação de longo prazo, fruto de uma incerteza fiscal e da incorporação, por parte do mercado, de uma probabilidade alta de alteração na meta de inflação. Além disso, foi expressa a preocupação com a possível expansão do crédito por meio de entidades como o BNDES, que poderia impedir uma redução da inflação e consequentemente da SELIC. Ainda assim, a trajetória dos juros brasileiros seguiu o comportamento global, com forte fechamento da curva. Acreditamos que em parte pela queda de juros americanos e pela apresentação do novo arcabouço fiscal no final do mês, mas também pelo mercado de crédito local mais restrito, que além dos impactos naturais decorrentes da alta da taxa de juros, aumento da inadimplência e aumento dos spreads, continua impactado pelos últimos eventos de crédito de grandes empresas como Lojas Americanas e Light. Analogamente ao mercado americano, essa contração de crédito pode substituir parte da necessidade de aumento ou manutenção das taxas de juros, mesmo que parte do choque seja tratado por ferramentas macroprudenciais.

Apesar da alta do mercado americano e internacional e da queda nas taxas de juros, o mercado de ações brasileiro não acompanhou o bom humor global. Existem algumas potenciais explicações para isso. A primeira é de que o desaceleração mais forte da atividade e do crédito impacte o desempenho das empresas, especialmente daquelas ligadas ao mercado interno. O segundo é a possibilidade de que o aumento de impostos e mudanças regulatórias impacte significativamente o resultado de diversas empresas.



O terceiro motivo é relacionado a fluxo, onde após diversos meses de forte entrada de capital estrangeiro para a bolsa local vemos uma reversão deste fluxo, provavelmente em direção ao próprio mercado americano e desenvolvido. O fluxo local também continua muito negativo e deve continuar assim enquanto tivermos uma taxa de juros nominal alta, mas acreditamos que este pode reverter quando os cortes da Selic começarem.

**Perspectivas para o mês de abril:**

O novo arcabouço fiscal trabalhará com bandas de crescimento real de despesas, com a faixa inferior de 0,6% e a superior de 2,5%. Porém, o alvo da despesa será definido como 70% do crescimento da receita do ano anterior, desde que dentro da banda. Esse é um dos principais pontos de incerteza a respeito do que foi apresentado, principalmente em função do comportamento das despesas e investimentos em caso de crescimento das despesas na banda inferior, somada ao valor mínimo de investimento e um potencial declínio das receitas. Ainda há bastante incerteza em torno dos demais pontos do arcabouço, sendo assim, acreditamos que essa discussão será prolongada.

Apesar de, em nossa opinião, o novo arcabouço não resolver o problema fiscal, este apresentou alguns pontos positivos. Um dos principais pontos positivos é que regra que não apenas impõe um controle de despesas, mas possui poucas exceções a ela, controlando, portanto, o crescimento de gastos com saúde, educação, programas sociais e investimentos. Todos estes são gastos de grande importância para o país, mas com consequências negativas superiores aos benefícios no caso de descontrole fiscal. Outro ponto positivo é que o crescimento das despesas se torna função do crescimento histórico da receita e não de projeções, que poderiam ser infladas para acomodar maior expansão de gastos. Como aspecto negativo temos que a geração de superávits necessários para a estabilidade da dívida terá que ser feita por aumentos da arrecadação. Como não acreditamos em um forte crescimento do PIB que seja suficiente para este aumento, será necessário subir a carga tributária, senão por aumento de alíquotas ou novos impostos, pela revisão de benefícios fiscais. De qualquer forma, é um aumento da carga, o que tende a prejudicar a atividade econômica e encontrar forte resistência dos grupos de interesse, colocando em risco sua suficiência. Como os pontos positivos eram fonte de incerteza, estes foram bem recebidos pelo mercado no que tange ao comportamento da curva de juros e do Dólar, apesar do mesmo não poder ser visto na bolsa.

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



## Canvas Capital

Arcabouço Fiscal e Crise no setor bancário

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

Acompanhar os desdobramentos sobre o arcabouço fiscal

### **Canvas Enduro FIC FIM**





## Capitânia Capital

No início do mês, a intervenção no Silicon Valley Bank, com ecos em outros bancos regionais americanos, seguida do stress do Credit Suisse e do setor bancário mundial, precipitaram um início de crise financeira. Esta foi prontamente debelada por ações coordenadas do Tesouro e reguladores nos Estados Unidos, Europa e Suíça.

Embora as autoridades venham tentando separar o que é socorro ao sistema financeiro do que é combate à inflação e proteger a política monetária de toda crítica e qualquer consequência, o mercado entende que as taxas de juros mundiais atingiram níveis perigosos e deverão ser reduzidas.

No Brasil, o Novo Arcabouço Fiscal foi recebido com ceticismo, mas seu anúncio não comprometeu, e até auxiliou, a alta de descompressão dos ativos, valorização do real e baixa dos juros longos que já estava em curso, as reais causas das quais foram: a melhoria do apetite de risco externo e a pronta articulação entre Fazenda, Planejamento e Câmara a favor da votação da nova regra fiscal.

Março fechou em tom mais otimista no exterior e no Brasil. No curto prazo, a inflação – tanto lá quanto aqui – parece desacelerar, o que poderá ajudar o desempenho dos investimentos no resto do ano.

O mês de março deve ser considerado um ponto de inflexão no mercado de crédito local, com a maior parte do pessimismo ficando no passado. O mercado primário continua fechado para a maioria das empresas emissoras, mas o mercado secundário continuou apresentando bastante liquidez e encontrou mais estabilidade de preços, considerando o percentual de ativos que negociam abaixo da marcação da Anbima.

O caso de Americanas parece estar se encaminhando para uma resolução que traria um impacto positivo considerando a marcação a mercado do fundo. Já o caso de Light, que tem uma tese de recuperação bem mais trivial, trouxe um pouco mais de volatilidade no fim do mês. Toda essa volatilidade represa retornos futuros mais atrativos na forma de aumento de spread de crédito.

### Perspectivas para o mês de abril:

-

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



## Charles River Capital

No mês de Março, o fundo teve retorno de -0,3% contra -2,9% do Ibovespa, com retorno acumulado total de 816,1% desde a fundação (07.11.2011) contra 72,1% 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 março, o Charles River FIA conseguiu, novamente, superar o Ibovespa em um mês de queda do índice, gerando 2,6% de excesso de retorno. Em paralelo, seguimos monitorando novas oportunidades de investimento. Dado nossa filosofia, buscamos empresas que possuam considerável margem de segurança, isto é, uma diferença relevante entre o preço e nossa estimativa de valor intrínseco. Dessa forma, em momentos de stress da bolsa, ficamos atentos para ações que possam ter sofrido quedas que não refletem alterações nos seus valores intrínsecos, de modo a gerar uma possível janela para a realização de um investimento.

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 abril:**

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 março, o Charles River FIA tinha uma exposição líquida de 91,3% em 15 posições diferentes, com maior exposição aos setores Financeiro e Logística.

### **Charles River FIA**



## Claritas

O mês de março foi de aversão ao risco com a eclosão de uma crise bancária nos Estados Unidos após a falência do Banco americano SVB. O mercado passou por uma das maiores reprecificações de política monetária da história, retirando todas as altas e mudando para cortes nas decisões do FED. O governo americano atuou para garantir todos os depósitos e controlar o contágio, mas a aversão espalhou-se globalmente atingindo principalmente os bancos europeus. O Credit Suisse que já passava por problemas precisou ser vendido às pressas ao UBS em uma transação forçada pelo governo suíço. Após várias medidas governamentais para o controle do pânico, o ECB e o FED subiram os juros conforme sinalizado anteriormente, buscando separar as ferramentas disponíveis para cada situação, i.e inflação e risco bancário, mas reconheceram o aperto de condições financeiras como equivalente à altas nas taxas de juros, migrando assim para uma postura data dependente para as próximas reuniões. O Banco Central chinês respondeu à aversão cortando a taxa do compulsório em 25 bps. No ambiente doméstico, o movimento externo impulsionou a precificação de cortes de juros na curva local, e a valorização do real, enquanto a bolsa caiu. O governo finalmente anunciou o arcabouço fiscal, cuja eficácia depende de um aumento expressivo de arrecadação, migrando a pressão para a reforma tributária e corte de subsídios, enquanto o congresso seguiu paralisado em um embate entre a Câmara dos Deputados e o Senado sobre o trâmite de medidas provisórias e o papel de cada um.

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

Operamos dinamicamente os Juros Nominais em conjunto dos Juros Reais, com performance positiva. Tínhamos posições tomadas em Juros Americanos e Japoneses que foram encerradas na disciplina de stop loss no primeiro dia da crise bancária, sendo o destaque negativo do book no mês. Hoje temos um viés tático para posições direcionais e iniciamos uma posição estrutural tomada em inclinação americana. Em bolsa, mantivemos uma posição pequena comprada com resultado negativo, sofremos também devido ao resultado da carteira de valor relativo. Tivemos como destaque positivo na carteira papeis do setor de Aeronáutica. Os destaques negativos foram papeis do setor de Saúde do setor de Petróleo e Gás. Mantivemos uma posição pequena vendida em bolsas desenvolvidas, principalmente via opções, com perdas no mês, que foram intensificadas pela posição relativa de emergentes vs. desenvolvidos. Apesar das perdas, nós decidimos por hora manter essa posição, por acreditar que ainda se trata de uma correção e que emergentes devem retomar uma performance positiva durante o ano.



No book de moedas, obtivemos retorno negativo no Real e positivo 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 Alocação FIM CP / Claritas Valor Feeder FIA / Claritas Long Short FIC FIM / Claritas Hedge FIC FIM LP / Claritas Institucional Feeder II FIC FIM**



## Clave Capital

No mercado local tivemos um mês de grande volatilidade nas ações de alguns setores tais como saúde e varejo. A temporada de resultados do quarto trimestre de 2022 mostrou um retrato das companhias bem mais desafiador do que o previsto. Juros altos, combinados com atividade mais fraca no final do ano afetaram bastante empresas do mercado doméstico. Houve forte revisões de lucro para baixo em várias companhias, levando a uma queda expressiva no preço de algumas ações. No cenário local, o grande destaque foi a apresentação das linhas gerais do novo Arcabouço Fiscal pela equipe econômica. Considerando os riscos de cauda à esquerda que o mercado temia, entendemos que a resultante pareceu levemente positiva, apesar dos dados ainda serem preliminares. Porém, a dependência do modelo no incremento das receitas e a incerteza em relação aos setores que podem sofrer com medidas tributárias gerou (e deve continuar gerando) bastante volatilidade, principalmente nas ações. O tom mais hackish do copom em março também foi um ponto importante da performance da bolsa brasileira no mês. Existia uma expectativa de um corte mais acelerado de juros por parte de alguns agentes.

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

No cenário global, o mês começou com muita incerteza, após os problemas com os bancos americanos Signature Bank e Silicon Valley Bank e a rápida reação dos reguladores norte-americanos na tentativa de limitar os danos ao sistema financeiro. Em seguida foi a vez do deal entre o Credit Suisse e UBS, por intermediação dos reguladores suíços. Nesse ambiente, a memória da crise de 2008 e o questionamento sobre a capacidade do FED de manter o seu plano de combate à inflação fez com que a volatilidade das taxas de juros (principalmente nas taxas de até dois anos) fossem as maiores já vistas em décadas. Houve muito debate sobre a eventual necessidade do FED ser forçado a afrouxar as condições financeiras caso a crise de alguns bancos regionais se transformasse em um problema sistêmico. Esse risco ainda não está completamente afastado, mas a dinâmica de preços voltou a padrões mais normais no final do mês. Dito isso, continuamos com posições relativas em empresas de tecnologia de múltiplo baixo que se beneficiam nesse cenário.

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



## Compass Group

### Compass Long Biased

As ações brasileiras tiveram um desempenho bastante fraco em fevereiro. Depois de um janeiro em alta, o Ibovespa caiu fortemente em fevereiro, -7,5% em reais e -9,8% em dólares, acumulando uma queda no ano de -4,4% em reais e -3,2% em dólares. Fevereiro foi um mês difícil para as ações globais em geral (S&P500 -2,6%), mas os preços dos ativos brasileiros sofreram mais devido às expectativas de taxas de juros mais altas nos EUA ao ataque do governo à autonomia do Banco Central e à defesa de uma meta de inflação mais alta como atalho para a flexibilização monetária. Acreditamos que debater a meta de inflação certa é uma discussão legítima, mas fazê-lo antes de definir uma regra fiscal clara resultou em mais desancoragem nas expectativas da inflação, dificultando eventuais cortes na Selic neste ano por parte do Banco Central. O governo prometeu anunciar um novo arcabouço fiscal em março, para posteriormente ser discutido pelo congresso. Construir uma regra fiscal crível e restritiva o suficiente para estabilizar a dívida pública em um prazo razoável pode ser desafiador diante das pressões por parte do governo para aumentar os níveis de gastos.

### Compass ESG Credit Selection

No mês, o fundo ficou abaixo de seu benchmark (CDI) ao apresentar um retorno de +0,25%, equivalente a 27% CDI, acumulando nos últimos 12 meses um retorno de +13,54% (104% CDI). Após as derrocadas protagonizadas por Lojas Americanas e Light, o mercado de crédito sofreu com a contaminação produzida por gestores que, em meio a resgates, foram forçados a vender papéis, prolongando a abertura de spreads observada em janeiro. Nos últimos dias de fevereiro, houve sinais de estabilização do mercado, embora seja prematuro afirmar que o mercado esteja acomodado. No total, a abertura de spreads desde o LAME Day foi de 80 bps, na média. No período, houve perdas em diversas debêntures. As mais expressivas envolveram Ambipar, Assaí, Cosan, Aegea, Moviada e Smartfit. São papéis nos quais certos gestores possuíam maior concentração e, por esse motivo, foram vendidos em maior volume para honrar resgates e manter os fundos enquadrados. JHSF, Desktop, Metrô SP, Unigel e Celesc foram resilientes e exibiram retornos positivos.



### Compass Yield 30

No mês, o fundo ficou abaixo de seu benchmark (CDI) ao apresentar um retorno de +0,79%, equivalente a 86% CDI, acumulando nos últimos 12 meses um retorno de +14,66% (112% CDI). Após as derrocadas protagonizadas por Lojas Americanas e Light, o mercado de crédito sofreu com a contaminação produzida por gestores que, em meio a resgates, foram forçados a vender papéis, prolongando a abertura de spreads observada em janeiro. Nos últimos dias de fevereiro, houve sinais de estabilização do mercado, embora seja prematuro afirmar que o mercado esteja acomodado. No total, a abertura de spreads desde o LAME Day foi de 80 bps, na média. No período, houve perdas em diversas debêntures. As mais expressivas envolveram Ambipar, Assaí, Cosan, Aegea, Movida e Smartfit. São papéis nos quais certos gestores possuíam maior concentração e, por esse motivo, foram vendidos em maior volume para honrar resgates e manter os fundos enquadrados. JHSF, Desktop, Metrô SP, Unigel, Vamos e Rede D'Or foram resilientes e exibiram retornos positivos. Por estar em fase de captação, o fundo se beneficiou da aquisição de papéis com deságio no secundário.

### Compass Ninety One Global franchise (USD/BRL)

A Estratégia apresentou um retorno absoluto positivo ao longo do mês e superou o MSCI ACWI nos EUA termos em dólares, bruto e líquido de taxas. A nível setorial, a seleção de stocks de bens de consumo básicos foi o destaque contribuidor, compensado em parte pela alocação subponderada da carteira para bens de consumo discricionários e pela falta de exposição a materials.

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

#### 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, aumentamos a posição Net Long ao longo do mês, terminamos próximo a 66% no final de fevereiro, vindo de 55% no final de janeiro. Ao longo do mês, aumentamos a posição comprada nos setores de agronegócio, alimentos, bancos, serviços financeiros, varejo, consumo e energia elétrica; e diminuímos a posição comprada em bens de capital. O maior ganho no mês foi na posição comprada em Fibra Prologis; e as maiores perdas nas posições compradas em 3R, Hapvida e Anima.



### Compass ESG Credit Selection

Em termos macroeconômicos e políticos, as últimas semanas trouxeram sinalizações negativas do governo. Há apreensão não somente com o quadro fiscal, mas também com os ataques à independência do Banco Central e ao sistema de metas de inflação, que deterioraram as expectativas dos investidores e estendem o prazo de vigência do aperto monetário corrente. Logo, em termos setoriais, a alocação está concentrada em setores defensivos e, portanto, de menor ciclicidade. Em função da volatilidade do secundário, estamos preservando o caixa do fundo para atender eventuais resgates e proteger nossos cotistas. Encerramos o mês com carregamento bruto de CDI + 2,2% a.a., duration de 2,4 anos e rating médio local AA.

### Compass Yield 30

Em termos macroeconômicos e políticos, as últimas semanas trouxeram sinalizações negativas do governo. Há apreensão não somente com o quadro fiscal, mas também com os ataques à independência do Banco Central e ao sistema de metas de inflação, que deterioraram as expectativas dos investidores e estendem o prazo de vigência do aperto monetário corrente. Logo, em termos setoriais, a alocação está concentrada em setores defensivos e, portanto, de menor ciclicidade. Por se encontram em estágio de captação e crescimento, estamos aproveitando os influxos para aquisição de papéis desagiados nos setores descritos. Encerramos o mês com carregamento bruto de CDI + 2,6% a.a., duration de 2,8 anos e rating médio local AA.

### Compass Ninety One Global franchise (USD/BRL)

Não acreditamos que o ambiente atual tenha alterado significativamente os fundamentos das empresas que próprios, que continuam a compor os fluxos de caixa a taxas atrativas. Continuamos confiantes de que a qualidade atributos que buscamos são adequados tanto para as condições atuais quanto para tempos incertos à frente. As empresas que possuímos investiram substancialmente para reforçar seus modelos de negócios, com exposição significativa às principais tendências de longo prazo, como uso e digitalização de dados, envelhecimento da população e saúde, nutrição e bem-estar. A carteira é também muito bem posicionado para enfrentar a crescente ameaça das mudanças climáticas, com uma pegada de carbono que é inferior a 15% do que é emitido pelo mercado mais amplo.

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





## Constância Investimentos

O FIA FUNDAMENTO apresentou rentabilidade ligeiramente superior à do Índice Bovespa, com variação de -2,82% contra -2,91% do índice. As estratégias de hedge adotadas obtiveram retorno de -0,45%, em virtude da alta dos índices internacionais.

O setor elétrico, que é a maior alocação setorial do fundo, contribuiu significativamente para a rentabilidade, com incremento de 0,52%, seguido pelo setor de transportes, que registrou alta de 0,28%. Em contrapartida, o setor financeiro, que corresponde à segunda maior alocação do fundo, sofreu queda no período, em razão dos efeitos negativos do mercado de crédito. Além disso, o setor de petróleo também foi impactado pela discussão da política de preços e investimentos, gerando insegurança.

Dentre maiores detratores de retorno no mês, destacam-se PSSA3 (-12,8%), RECV3 (-28,3%) e RRRP3 (-19,0%). As maiores contribuições positivas individuais foram CSMG3 (+17,0%) e RADL3 (+7,8%).

O ABSOLUTO FIM entregou uma rentabilidade de 0,55% no período. Nossas estratégias de hedge contribuíram com um retorno de +0,31% com as posições compradas em volatilidade de ações e em ouro.

No entanto, a estratégia Lon&Short sistemática teve uma contribuição de -0,27%, devido aos retornos negativos dos fatores de risco Crescimento (-2,46%) e Valor (-1,65%), que anularam o desempenho dos fatores de risco Baixo Risco e Momentum.

As estratégias de arbitragens obtiveram contribuição de -0,07% e a estratégia eventos contribuiu com +0,18% e as estratégias de opções e volatilidade +0,11%. Taxas, custos e caixa responderam por -0,22% e alocação em títulos públicos +0,54%.

### Perspectivas para o mês de abril:

No FIA FUNDAMENTO seguimos com posições mais defensivas, a exposição final do fundo pouco abaixo de 90% comprado devido as exposições em hedge e também caixa próximo a 5%. Setorialmente enxergamos oportunidades em commodities, seguradoras e energia elétrica.

Já o ABSOLUTO FIM, apesar da turbulência no curto prazo devido a assuntos macroeconômicos e eventos específicos no mercado de crédito, acreditamos que as oportunidades para quem observa ciclos mais longos estão muito atrativas. Seguimos com exposição menor de risco e com posições de hedge, em arbitragens temos posições no setor de petróleo e Bancos.

### Constância Absoluto FIM / Constância Fundamento FIA



## CTM Investimentos

Março 2023: um mês cheio, difícil e interminável

Certamente este mês de março entra para a história como o pior desempenho destes quase 11 anos de história da CTM Investimentos. Apenas como lembrança de outro episódio de correlato ocorreu com as ações da BR Foods - com a operação carne fraca - éramos acionistas da companhia e suas ações caíram 30% naquele dia, impactaram de maneira relevante o resultado daquele mês do CTM Estratégia, entretanto quando observado o retorno de longo prazo do fundo, este episódio fica praticamente imperceptível.

Em março o principal impacto (não único) foi decorrente da queda de 40% das ações de Mobly em uma semana.

No CTM Estratégia, Energisa, Bemobi, CVC (posição encerrada) e Petrório também contribuíram com o resultado negativo do mês além dos custos de posições de hedge que não funcionaram.

No CTM Hedge, Mobly também impactou pois faz parte de uma posição comprada em Mobly e vendida em outras varejistas. Além disso a posição vendida em Energias do Brasil sofreu com o anúncio da intenção de fechar o capital da companhia, a posição vendida em bolsa americana, comprada no dólar x real também representou perdas em março além de outras posições de compra e venda de volatilidade.

No Ultra Performance, além de Mobly, o fundo tinha recém-constituído uma posição em Banco Inter quando o anúncio da quebra do SVB nos Estados Unidos, provocando uma queda generalizada em ações correlatas, o fundo zerou a posição mas seu desempenho contribuiu de maneira significativa para o desempenho do mês. A posição comprada em petróleo e vendida em bolsa americana também impactaram o mês assim como as posições vendidas em empresas estatais.

Importante destacar que não há “efeito Lojas Americanas” com nenhuma companhia ou estratégia dos fundos, isto porque as companhias investidas estão em sua grande maioria com posições relevantes de caixa e aplicações financeiras.

Obviamente também estamos decepcionados com o acontecido em março e como principais investidores dos fundos seguiremos trabalhando de forma incessante para reverter o mais breve possível, assim como também ocorreu no pós carne fraca com BR Foods.



## Mobly

O ano de 2022 foi desafiador para o setor de varejo. O setor de móveis, que na primeira fase da pandemia viveu um “boom”, sofreu ao longo do ano passado, quando as pessoas escolheram gastar em serviços e experiências. Ainda, com o aumento de preços e da taxa de juros, o consumo de bens foi freado, causando assim uma espécie de ressaca no setor de varejo. O varejo é um setor cíclico e as empresas que a ele pertencem precisam saber ajustar suas velas, aguardar a maré ruim passar e estarem preparadas para quando o tempo bom voltar.

Dado o cenário macroeconômico depreciado, a Mobly atravessou a maré ruim de 2022 focando em quatro pilares: crescimento sustentável, corte de gastos, aumento de rentabilidade e preservação de caixa. A empresa buscou otimizar todos os seus processos, melhorar a experiência de seus clientes e reduzir os subsídios (que neste momento trariam pouco resultado).

No 4º trimestre de 2022 a receita líquida da companhia foi de R\$ 175,8 milhões, 8% menor do que o mesmo período do ano anterior, porém com ganho de 1,3 pontos percentuais na margem bruta, a maior desde o IPO, de 42,3%. O ciclo de conversão de caixa, que no final de 2021 era de 156 dias, foi substancialmente reduzido ao longo de 2022, encerrando o ano em 11 dias. Em 2023 este número possivelmente alcançará 0 dias, aumentando ainda mais a liquidez da companhia.

As marcas próprias, Keva, Guldi e Lex representam 47% da receita e são um dos diferenciais da companhia. Ao mesmo tempo que apresentam uma qualidade superior para os clientes, também proporcionam margens mais elevada para a companhia.

Ao valor de mercado de R\$ 203 milhões, a empresa está sendo negociada abaixo do seu caixa, que é de R\$ 236 milhões (crescimento de R\$ 17 milhões comparado ao final de 2021). Seria o equivalente a comprar R\$ 1,00 por R\$ 0,86 e declarar que todos os bens, estoque (R\$ 87,4 milhões) e know-how da companhia não valem nada. A companhia não possui endividamento bancário.

Outro fato que ocorreu no último trimestre do ano passado e corrobora que o valor da empresa é maior do que precificação atual, foi a compra de sua controladora Home24 pela XXXLutz, sim possui os 3x na frente do nome. A empresa austríaca, um dos 3 maiores grupo varejistas de móveis do mundo, ofertou a compra da totalidade das ações com um prêmio de 124%!!! sobre o preço de fechamento do dia anterior, entre outros benefícios.



Unindo o potencial de escalabilidade das vendas pela internet com a experiência das lojas físicas, a Mobly está com uma operação muito mais eficiente e pronta para crescer exponencialmente com o retorno da demanda.

**Perspectivas para o mês de abril:**

**Bemobi**

Empresa de tecnologia que aborda a lacuna digital e de monetização nos mercados emergentes, atuando através do modelo B2B2C. O crescimento segue forte, com o aumento de parceiros e países de atuação (111 e 49 respectivamente), o que totaliza 2,7 bilhões de usuários endereçáveis. A receita do 4º trimestre foi de R\$ 142 milhões, um crescimento de 11% e o lucro líquido totalizou R\$ 32,6 (excluindo efeito do swap) o que representa +21%

A empresa que fez seu IPO no início de 2021, usou seu caixa para fazer 2 aquisições transformacionais para a companhia (Tiixa e M4U). Pouco mais de 1 ano depois, a empresa além de estar em um patamar muito maior e mais lucrativo, também já conseguiu reestabelecer seu caixa (operação fortemente geradora de caixa), estando assim pronta para mais uma possível rodada de aquisições

O valor de mercado da Bemobi é de R\$ 1,22 bilhão, o que é o equivalente ao seu caixa atual (R\$ 579 milhões) somado ao fluxo de caixa dos próximos 3 anos. Em outras palavras seria o mesmo que dizer que em 2027 a empresa vale zero. A equipe da gestão da CTM Investimentos discorda desta precificação e acredita que o valor da companhia é muito maior que esse. A empresa está bem-posicionada nos mercados em que atua e possui capacidade para crescer exponencialmente.

**Energisa Mato Grosso**

Como a distribuidora de energia de um dos estados brasileiros que mais cresce, o Mato Grosso tem sua economia fortemente ligada ao agronegócio. Ainda, o clima da região tem temperaturas elevadas, o que acarreta um significativo consumo de energia devido aos aparelhos de ar-condicionado.

A quantidade de clientes cativos e livre segue crescendo, finalizando 2022 com o total de 1,6 milhão e 492 respectivamente. A tarifa de seus contratos é reajustada pelo IGP-M e foi de 8,81% (abril/23). A receita líquida de 2022 totalizou R\$7,13 bilhões (estável comparado a 2021), o EBIT foi de R\$1,87 bilhão (+21,8%) e o lucro líquido ajustado recorrente de R\$ 986,6 milhões, crescimento de 50,8%. Ainda, a companhia anunciou um dividendo de R\$ 1,67 por ação.



Neste ano de 2023, acontece o próximo ciclo de revisão tarifária, fator importante para rentabilizar os investimentos realizados.

**CTM Estratégia FIA - BDR Nível 1 / CTM Hedge FIM LP / CTM Ultra Performance FIA - BDR Nível 1**



## Dahlia Capital

Em março, os principais ativos de risco no mundo tiveram um desempenho positivo, apesar da alta volatilidade no setor financeiro. A queda do SVB nos Estados Unidos e do Credit Suisse na Suíça fizeram com que as autoridades monetárias interferissem nas economias, levando a uma queda dos juros futuros. Nos Estados Unidos, a taxa de juros de 10 anos caiu de 4,0% para 3,5%. No Brasil, o anúncio de uma nova âncora fiscal ajudou na redução das taxas de juros futuras, mas a preocupação com uma maior tributação teve um impacto negativo na bolsa.

Os principais destaques positivos no Dahlia Total Return foram posições compradas em ações de países emergentes e em commodities.

Os principais destaques positivos no Dahlia Ações foram posições compradas em empresas exportadoras e no setor de energia elétrica.

Para o Dahlia Global Allocation os principais destaques positivos no fundo foram posições em ações de países emergentes e em algumas commodities, como ouro.

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

Dahlia Total Return:

Apesar do aumento da percepção de risco no cenário doméstico, mantemos o nível de risco dos nossos fundos próximos ao neutro, embora com uma menor alocação em ações no Brasil. Ao longo dos próximos meses, poderemos ver uma melhora no cenário externo, com mais estímulos na China e um final do ciclo de aperto monetário nos Estados Unidos. No Brasil, o ruído político pode manter a volatilidade dos mercados alta, apesar do baixo nível de preços dos ativos de risco.

Dahlia Global Allocation:

Mantemos o nível de risco do fundo em níveis relativamente baixos. Seguimos com posições compradas em ações de países emergentes, commodities, de valor relativo em bolsas e no dólar contra moedas de alguns países emergentes.



Dahlia Ações FIA:

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, uma eventual recuperação mais forte da China e o final do ciclo de aperto monetário nos Estados Unidos podem favorecer o desempenho desses segmentos, apesar do maior ruído político.

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



## DAO Capital

Em março o DAO Multifactor, nosso primeiro fundo, completou 2 anos. Foi um período bastante propício para botar à prova nosso modelo de gestão e testar a resiliência do fundo em momentos adversos de mercado. O fundo se comportou bem tanto em momentos positivos de mercado (como foram os meses desde seu início em março de 2021 até junho daquele ano), como no longo período de mercado negativo que se estende desde então até agora. Conseguimos acumular um retorno de 21,6% até o final de março/23, comparado a uma queda de 11,4% do Ibovespa. Ficamos, no entanto, atrás do benchmark IPCA + yield do IMA-B, que teve retorno de 30,1%, tanto por conta da inflação alta, como também da abertura das taxas dos títulos públicos atrelados à inflação. O bom desempenho do fundo não veio sem alguns solavancos. Nossa exposição estrutural a fatores como Qualidade e Baixa Volatilidade tende a proporcionar uma boa defesa em momentos de mercado adverso, o que explica grande parte do retorno em excesso ao Ibovespa verificado no período. Entretanto, em momentos de recuperação forte e rápida, que normalmente se observa imediatamente colapsos do mercado, o fundo tende a apresentar performance pior.

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

Depois de ganhar bastante espaço no nosso portfólio em fevereiro, o fator Baixa Volatilidade apresentou um certo recuo no mês passado, mas continua overweight no nosso modelo. Isso é, compatível com o cenário de incertezas, tanto locais como globais. O fator Valor teve ganho substancial de relevância no final do mês passado e entra abril como uma das principais apostas da nossa carteira, em linha com Baixa Volatilidade. A falta de tendência de mercado tem pesado sobre o fator Momentum, que vem apresentando fraco desempenho e continua com posição underweight no nosso modelo. Sendo esse o fator com maior prêmio estrutural aqui no Brasil, é bastante desejável que esse fator volte a performar para que o fundo apresente bons retornos absolutos.

### **DAO Multifactor LB FIC FIM**





## Devant Asset

No Brasil, desde outubro de 2022, o comportamento dos indicadores setoriais dá indícios de forte desaceleração da atividade econômica, e este cenário vem se mantendo ao longo do primeiro trimestre de 2023. O desemprego já começa a chamar a atenção pela elevação da taxa de desocupação.

As projeções do IPCA, segundo o IPEA, indicam que a inflação acumulada em 2023 deve manter-se no nível atual, fechando o ano em 5,6%. O aumento de 0,7%, frente a estimativa divulgada em dezembro de 2022, é decorrente do desempenho menos favorável dos preços administrados e dos serviços. De forma parecida, as estimativas para o INPC para 2023 também foram revisitadas e ajustadas para cima, passando de 4,6 para 5,5%

Para atingir a meta da inflação, o Banco Central tem utilizado com principal instrumento a Selic, taxa básica de juros, hoje fixada em 13,75% ao ano. Para o fim de 2024, o mercado, segundo o Boletim Focus, tem como expectativa uma redução para o patamar de 10%.

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 abril:**

Ao longo do mês de março de 2023 vendemos ativos com vencimentos mais curtos que não apresentavam um carregamento tão atrativo e ao mesmo tempo reduzimos as posições em letras financeiras perpétuas, abrindo espaço para ficarmos com uma posição bastante confortável de caixa nos fundos para oportunidades que venham a surgir e/ou eventuais resgates.

Após os recentes eventos de Americanas e Light, as debêntures e letras financeiras vêm sofrendo ajustes e o mercado buscando mais prêmio por estes ativos, consequentemente com a abertura dos spreads, a marcação dos ativos impactam negativamente os fundos de renda fixa e crédito. Esses spreads tendem a fechar a medida que as empresas forem apresentando seus balanços e o banco central sinais de possíveis reduções na Selic.



Devant Magna (5 estrelas pela Morningstar) tem 87,02% em ativos grau de investimentos e duration de 1,41 ano;

5 maiores posições por setor: instituições financeiras 15,91%, crédito estruturado 14,43%, locação de veículos 6,68%, papel e celulose 6,27% e logística 4,57% (carteira diversificadas em 34 emissores).

Devant Audax (5 estrelas pela Morningstar) tem 73,97% em ativos grau de investimentos e duration de 1,13 ano;

5 maiores posições por setor: crédito estruturado 22,77%, instituições financeiras 9,41%, papel e celulose 4,89%, turismo 3,62% e varejo 3,12% (carteira diversificadas em 31 emissores).

Devant Solidus (3 estrelas pela Morningstar), por regulamento tem 100% dos ativos grau de investimento e duration de 1,59 ano;

5 maiores posições por setor: instituições financeiras 16,27%, Papel e celulose 9,97%, varejo 7,80%, geração de energia 7,75% crédito estruturado 6,35, (carteira diversificadas em 28 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 Magna FIRF CP LP / Devant Audax FIRF CP LP / Devant Solidus Cash FIRF CP**



## Encore

O Ibovespa fechou o mês de março em queda de 2.9% aos 101.882 pontos e o dólar caiu 3,1%, cotado a R\$5,06. Dois acontecimentos políticos marcaram o mês que fechou o primeiro trimestre de 2023. Logo no começo tivemos um novo imposto provisório de exportação sobre o petróleo para compensar a arrecadação perdida com a prorrogação da isenção de parte dos impostos sobre a gasolina e fez as empresas do setor sofrerem bastante (3R chegou a cair 12% no dia e Petrorio 8%). Ao longo do mês o destaque ficou com a elaboração de um novo arcabouço fiscal que, no entendimento do governo, poderia abrir espaço na reunião do Banco Central para o começo de um ciclo de cortes na Selic. O arcabouço não ficou pronto antes da reunião e não só a sinalização do Banco Central nesse sentido não veio, como a mensagem que caso as expectativas de inflação de longo prazo se desancorassem, poderíamos voltar a ter novas altas na taxa. A partir daí o foco do governo foi todo em acelerar a finalização do arcabouço para poder mostrar comprometimento com a responsabilidade do fiscal o mais rápido possível. Uma apresentação foi feita sobre a conclusão do tema e a impressão que ficou foi que o foco daqui para a frente será encontrar receitas para viabilizar o plano fiscal focando em setores que possam estar se beneficiando de brechas tributárias para pagar menos impostos. A partir daí tivemos grande penalização de empresas expostas ao setor domésticos e possuem uma alíquota efetiva baixa, porém o câmbio e os juros se comportaram de maneira benigna. No cenário internacional, muita turbulência também. Começamos com dados bem fortes na China, indicando que a economia pode estar começando a sentir diretamente os efeitos da reabertura e beneficiando bastante as commodities. A curva de juros americana começou a precificar nova aceleração no ciclo de alta de juros e chegamos a um ponto perigoso onde o Silicon Valley Bank (15º banco americano em depósitos) sofre um grande prejuízo em função de exposição aos juros mais longos e com isso tem uma corrida bancária que quebra o banco em dois dias. O FDIC precisa intervir e garantir os depósitos de todos os correntistas para evitar o risco de uma corrida bancária no sistema que tomasse proporções incontroláveis. No final de semana seguinte é a vez do Credit Suisse, que apresentava problemas há bastante tempo, e precisou ser adquirido pelo concorrente UBS em uma operação emergencial. Após atuação rápida dos Bancos Centrais, os riscos foram se dissipando e o mercado acalmando por hora. Dessa forma o índice S&P500 fechou o trimestre subindo 7% e Nasdaq subiu quase 20%, impulsionados pelas grandes empresas de tecnologia. Na virada do mês, um corte extraordinário da OPEC na produção de petróleo com o intuito de balancear o mercado, puxando o preço em quase 7% no primeiro dia útil de abril.



**Perspectivas para o mês de abril:**

Com relação ao nosso portfólio, apesar dos riscos relacionados a reforma tributária, voltamos a nos expor a bancos, comprando Itau Unibanco (ITUB4) e Banco BTG Pactual (BPAC11). Aumentamos marginalmente nossa exposição as empresas de petróleo Petrorio (PRIO3) e 3R (RRRP3), após grande underperformance com o anúncio do imposto de importação e compramos um pouco mais de Vivara (VIVA3). Do lado das reduções, decidimos zerar nossa exposição a CBA (CBAV3).

Atualmente estamos com aproximadamente 96% net long em todos os fundos e aguardamos uma oportunidade de nos proteger novamente observando não só o preço dos mercados, mas também a volatilidade implícita das opções.

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



## EnterCapital

Em março a cota do Fundo EnterCapital Turing FIC FIM variou -1,16% (vs. 1,17% do CDI), com o Ibovespa -2,91% e dólar -2,45%. Nossas correlações de 12 meses permanecem baixas com os índices: Ibovespa -0,18 e Índice de Hedge Funds (IHFA) +0,10.

Entre as classes de estratégias, não tivemos contribuições positivas; as maiores contribuições negativas vieram de Momentum Based Trend Following (MBTF) (-0,37%) e Relative Value Fundamentalista (RVF) (-1,45%).

A ausência de continuidade de tendências repetiu-se neste mês, prejudicando o desempenho de estratégias de trend following. Fluxos de saída de fundos de ações seguiram persistentes neste mês, também, aumentando o desconto de algumas ações com valuations relativamente descontados, impactando negativamente as estratégias de RVF.

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

- Renda Variável: alguma redução de posições, terminando comprados em commodities, industriais e energy; vendidos em financeiros, utilities e healthcare;
- Juros: posição oscilou ao longo do mês, terminando o mês praticamente zerada;
- Moedas: posição oscilou no mês, terminando vendida em BRL.

### Perspectivas para o mês de abril:

- Renda Variável: comprados em commodities, industriais e energy; vendidos em financeiros, utilities e healthcare;
- Juros: posição zerada;
- Moedas: posição vendida 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

Durante o mês de março, nossa estratégia Long Bias teve um retorno positivo – enquanto o índice Ibovespa fechou no negativo. No ano, o cenário prevalece, com a estratégia positiva em torno de 1%, enquanto o índice Ibovespa tem queda de 7%. O foco em América Latina trouxe mais uma vez desconexão com a indústria local e boa performance no relativo. Nossa seleção de ações no setor de energia elétrica no Brasil trouxe bons benefícios, o qual agregou valor na performance mensal.

Os destaques do mês na carteira estrutural foram Enel Chile, Mercado Livre e as posições de Equatorial e Energisa. No ano, os destaques positivos da estratégia foram Mercado Livre, Iguatemi e Enel Chile.

Ainda em março, zeramos nossas defesas no mercado de juros local (tomada na inclinação) e externo (dado nos juros de 10 anos do governo americano). Além disso, reduzimos nossas posições de México com venda de parte da posição de Vesta, e voltamos a entrar no capital de Arezzo e Arcos Dourados (McDonalds exposto à América Latina). Também aumentamos taticamente nossa exposição em Mercados Emergentes, elevando a posição líquida comprada da estratégia para 57%.

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

Nesse ambiente, e contando com uma reabertura da economia chinesa que vem ganhando dinâmica mais benigna, o cenário para os emergentes poderá se tornar mais positivo nos próximos meses. Ainda assim, no Brasil, a dinâmica permanece conectada com fatores locais. O principal deles diz respeito à política fiscal. O governo anunciou uma “carta de intenções” sobre o novo arcabouço fiscal. A ideia principal é crescer os gastos em ritmo menor do que a receita, assumindo um crescimento médio real de 1,55% das despesas ao longo dos próximos anos. Ou seja, as receitas precisam crescer acima desse ritmo para gerar os superávits primários necessários para estabilizar a dívida pública. Com isso, mantemos nossa visão de que o espaço para cortes de juros em 2023 permanece restrito. Nosso cenário base é de que a taxa Selic permaneça em 13,75% até o final do ano, e os cortes ocorram somente em 2024, para o patamar de 10,5%. Não descartamos que uma desaceleração mais forte possa ocorrer por eventos específicos de crédito domésticos e/ou algum impacto de uma desaceleração global mais intensa – mas vale ressaltar que as inflações continuam oscilando entre 5% e 6% nos últimos meses e as expectativas permanecem desancoradas. Em resumo, novas incertezas apareceram no cenário internacional, mas com claro viés de afetar negativamente a atividade global.



Essa dinâmica deixou os bancos centrais dos países desenvolvidos mais cautelosos sobre os próximos passos da política monetária, sinalizando altas de juros potencialmente menores. Um crescimento da China poderia compensar parcialmente esse efeito, e ser especialmente benéfico para os países emergentes. Internamente, o novo arcabouço fiscal trouxe algum alívio por evitar um crescimento excessivo dos gastos, mas ainda é incompleto sobre as perspectivas de médio prazo. Assim, com inflação alta e expectativas desancoradas, somente uma crise de crédito mais grave poderia levar o Banco central Brasileiro a iniciar os cortes de juros já em 2023.

**EQI Long Bias IQ FIC FIA**





## Exploritas

O fundo teve um desempenho negativo de -1.0% durante o mês de março. O book de bonds teve perdas de 117 bps e o book de ações caiu 127 bps (sendo -54 bps vindo de posições compradas e -73 bps vindo de posições vendidas). Os destaques entre os detratores foram uma posição comprada em IRSA, empresa de propriedades na Argentina, e uma posição vendida em índice de ações americanas que subtraiu 123 bps no mês. Na parte de ações no Brasil, tivemos ganhos de 35 bps mesmo operando com uma posição relevante comprada em um mês em que o índice Ibovespa caiu 2.9%. O destaque positivo do mês se deu em juros, com contribuição de +171 bps para a cota do fundo, refletindo ganhos em uma posição direcional aplicada e também trading em posições de inclinação da curva.

### Perspectivas para o mês de abril:

Vivemos hoje uma dicotomia interessante no Brasil: vemos um cenário bastante desafiador na parte política e fiscal, mas começamos a ver ativos a preços muito atrativos que já embutem uma boa parte dos nossos problemas estruturais. Terminamos o mês com uma posição líquida comprada em ações de 20%, mas com uma posição comprada em Brasil mais relevante, dada essa dinâmica de preços locais. Estamos revendo esse cenário com bastante frequência, gostamos e vemos assimetrias importantes nas nossas posições compradas e temos sido mais ativos na parte de hedges, hora protegendo mais, hora protegendo menos a carteira. Na parte de juros, terminamos o mês sem posição, mas estamos atentos a oportunidades direcionais e relativas que possam aparecer adiante. Aumentamos nossa exposição comprada em dólares em 5% durante o mês, terminando março com uma posição total de 24% em moeda estrangeira.

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



## FCL Capital

O fundo FCL Opportunities fechou o primeiro trimestre do ano com uma rentabilidade de 0,72% em reais e, quando medido em dólares, uma performance mais significativa de 5,13% no mesmo período. Para efeito de comparação, nos primeiros três meses do ano, o índice Ibovespa apresentou uma retorno de -7,2% em reais enquanto o S&P 500 valorizou 7% em dólares.

Com esse resultado, este é o segundo trimestre consecutivo em que nosso fundo apresenta uma performance positiva, tanto em reais quanto em dólares, sinalizando uma recuperação importante após o turbulento primeiro semestre de 2022.

No mês de março especificamente, foi finalizada a primeira temporada de balanços do ano e, de maneira geral, estamos bastante satisfeitos com os resultados operacionais que nossas empresas investidas apresentaram e seguimos bastante otimistas com suas perspectivas de médio e longo prazo.

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

Como um todo nosso portfolio sofreu poucas mudanças durante 2023, com a exceção do aumento relevante das posições em Pinduoduo e IHS. Nessa mesma linha, esperamos ao longo dos próximos meses aumentar nossos investimentos em mercados emergentes (sobretudo ex-Brasil) para algo em torno da média histórica do fundo, aproximadamente 50/50 divididos entre mercados emergentes e desenvolvidos.

### **FCL Opportunities FIA IE**



## Forpus Capital

O Forpus Ações FIC FIA caiu 10,83% em fevereiro contra uma queda de 7,49% do Ibovespa no mesmo período. Os destaques negativos do mês foram posições compradas nos setores de Mineração e Siderurgia (-3,69%), Consumo e Varejo (-2,16%), Agrícola (-0,95%), Óleo e Gás (-0,84%). Geraram retornos positivos posições vendidas no setor de Aviação (0,28%) e compradas no setor de Papel e Celulose (0,13%).

### Perspectivas para o mês de abril:

Aumentos de gastos financiados por aumentos de impostos devem manter as taxas de juros reais elevadas durante um longo período. Antirreformas devem ser uma constante ao longo deste mandato presidencial. Maior carga tributária, aumento salarial do funcionalismo público, volta da CPMF, taxaço das exportações, eventuais controles de preços e tarifas são alguns dos temas que devem vir à tona ao longo dos próximos meses. Em função disso, está sendo criado um ambiente onde os investimentos podem estancar de forma acelerada. Dessa forma, continuamos com a visão de que os setores exportadores de commodities devem performar melhor que setores expostos à economia local durante todo o governo Lula.

Recentemente, adicionamos posições compradas nos setores de Papel e Celulose e aumentamos exposição vendida nos setores de Varejo e Utilidade Pública.

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



## Frontier Capital

A preocupação com a saúde do sistema bancário americana dominou e definiu o tom de boa parte do mês de março, com início na derrocada do SVB, até a aquisição forçada do CS pelo UBS com coordenação do governo Suíço. Os ativos de risco, de maneira geral, sofreram forte impacto, o que foi substancialmente revertido após aumento de liquidez no sistema pelos bancos centrais, com destaque para o Federal Reserve que, em apenas dois dias, reverteu 2/3 do “aperto” via QT iniciado em meados de 2022. Isso, somado ao alívio na curva de juros americana, que voltou a precificar a taxa terminal desse processo de alta de juros para abaixo de 5% e colocar quase 1% de queda ao longo de 2023, deu ânimo aos mercados que tiveram melhora sensível na segunda metade do mês, levando o S&P 500 e o Nasdaq fecharem em alta de 3,7% e 9,5%, respectivamente. Ainda em março, a bolsa chinesa retomou a alta (4,2%) e o dólar perdeu valor frente às principais moedas. Por aqui, com quedas de 2,9% e 1,7%, os índices Ibovespa e Small Caps estiveram na contramão das bolsas internacionais influenciados por movimento de aversão em um mês marcado por maior cautela fiscal, potenciais ruídos adicionais no mercado de crédito na esteira de uma decisão pouco técnica com relação ao produto de crédito consignado no INSS e uma menor chance de cortes na taxa Selic no curto prazo, após duro comunicado da autoridade monetária brasileira. Nesse ambiente de maior volatilidade, o fundo Frontier Long Bias fechou o mês com resultado negativo de 1.1%, com contribuição positiva da nossa carteira Macro Global, que em março valorizou 0,5%, com destaque para ganho de 0,4% nas bolsas americana e chinesa. No componente de ações compradas (Brasil), o destaque positivo veio de nossos investimentos em Plano & Plano, Vivara, Equatorial e Sanepar. Do lado negativo, um posicionamento tático (já liquidado) em Hapvida foi o destaque, junto com nossas posições em Lojas Renner, Asai e SLC Agrícola.

### Perspectivas para o mês de abril:

Depois de muita expectativa, o ministro da Fazenda, Fernando Haddad, apresentou finalmente no final de março as linhas gerais do novo arcabouço fiscal, proposta que continuará limitando o aumento de gastos, mas sinaliza a busca de superávit através do desempenho das receitas e não mais da inflação. Apesar de considerarmos positivo o mecanismo de limitação de gastos, nos juntamos ao grupo de agentes do mercado que vê com ceticismo a capacidade do governo voltar a gerar superávits primários ao longo dos próximos anos e estamos, atualmente, a espera do projeto que sera encaminhado para o congresso (e suas modificações).



Enquanto esperamos maiores informações sobre como se dará o aumento de carga tributaria para “fechar a conta” e o nome do substituto do diretor de política monetária do Banco Central do Brasil, estamos expostos a ações com expectativa de eventos favoráveis e que pouco dependem da discussão corrente (ex: Sanepar), empresas com valuations demasiadamente descontados, além de companhias do setor de commodities, como Prio e Vale. Na carteira macro discricionária, continuamos comprados em commodities com destaque para petroleo, comprados em JPY contra USD e vendidos em bolsa americana via opções.

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



## Galápagos Capital

Março foi marcado por surpresas negativas significantes por conta dos eventos crédito nos bancos americanos e europeus que trouxeram incerteza e volatilidade extraordinárias nos mercados de juros e bolsas. Além disso, houve decisões de políticas monetárias relevantes, com o FOMC entregando um aumento menor que o originalmente sinalizado em função das preocupações relacionadas à estabilidade financeira, enquanto o ECB manteve a instância mais dura conforme o antecipado. No Brasil, o COPOM manteve a postura mais dura, deixou a taxa de juros inalterada fazendo fortes menções à desancoragem das expectativas e a necessidade de uma maior clareza a respeito da trajetória da dívida/PIB e do novo arcabouço fiscal que só foi divulgado após a decisão. Ao final do mês, o anúncio do arcabouço traz uma convergência mais lenta para a estabilidade de dívida/PIB e eventual queda dessa relação, mas o fato de termos no horizonte a possibilidade de superávits trouxe uma impressão mais construtiva para os mercados locais.

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

Seguem nossas perspectivas para as principais classes de ativos:

Juros:

Conforme nossa expectativa, mesmo com uma instância mais dura nos comunicados do COPOM e uma resistência maior das expectativas de inflação em ceder a despeito do elevado juro real que temos vigente, as taxas de juros cederam fortemente ao longo do mês todo. Zeramos nossos steepeners e adicionamos mais duration aos livros recebendo taxas nominais de jul24, jan26 e jan27. A notícia e trâmite do arcabouço fiscal no congresso, o aperto de crédito observado pelos recentes eventos nos mercados locais e globais e a eventual reavaliação da meta de inflação dão combustível para que o mercado continue operando o fechamento das taxas nominais independente do corte de juros começar no segundo ou terceiro trimestres desse ano.

A percepção de que a trajetória da dívida/PIB deixaria de ser explosiva pode precipitar redução de prêmios nos termos mais longos da curva nominal e a queda das inflações implícitas nas curvas de NTN-Bs. Zeramos nossa exposição nos juros americanos de 10 anos por considerarmos que os riscos para uma desaceleração maior da atividade aumentaram, o que pode levar a um ciclo mais breve de aperto pelo FOMC.



Commodities:

Zeramos as posições em materiais básicos que estavam vinculadas à um crescimento mais robusto da China.

Moedas:

Concentramos as apostas em um cenário de dólar mais fraco através da compra de Ouro. O risco no setor bancário e a crescente possibilidade de eventos de crédito tanto nos EUA quanto em outras regiões trazem a preferência para sair do cenário idiossincrático de geografias específicas e partir para um posicionamento mais defensivo.

Crédito Local:

Em março, apesar da desaceleração do movimento de abertura dos spreads, o mercado de crédito local ainda manteve trajetória negativa. No período, não houve eventos relevantes que justificassem maior deterioração do crédito, apesar disso o volume de resgates continuou elevado e pesou sobre a dinâmica de preços no mercado.

As curvas de crédito apresentaram abertura para os termos mais longos e ratings mais baixos (10 a 25 bps), a exceção foram os papéis high grade de curto prazo, que ficaram praticamente estáveis, apresentando queda marginal do spread em relação ao mês anterior (-1 a -3 bps). O índice IDEX-DI, que reflete a performance das debentures mais líquida do mercado, rendeu 1.17%, em linha com o CDI do período. Já o índice IDA-DI, divulgado pela ANBIMA, rendeu apenas 0.76% impactado pela abertura dos spreads de crédito.

Mercado primário segue pouco movimentado com elevada participação bancária nos processos de distribuição.

**Galapagos Darwin FIC FIM / Galapagos Dragon FIC FIM CP / Galápagos Iguana FIRF Liquidez Top CP / Galápagos Bracco LB FIM**



## GAP Asset

O resultado negativo do fundo no mês de março é explicado por posições tomadas em juros americanos e pela posição vendida no real contra o dólar. Do lado positivo, destacaram-se posições vendidas em dólar contra moedas emergentes e posições vendidas na bolsa americana. Nos mercados globais, o destaque do mês foi a crise bancária nos EUA. Uma semana antes da crise, os dados americanos apontavam para uma necessidade de aperto monetário adicional, o que foi corroborado pelo discurso duro de Powell ao Congresso. Ainda que tenha sido contida com sucesso pelos bancos centrais, a crise bancária acabou por reduzir significativamente a percepção de juro terminal americano, penalizando bastante a nossa posição tomada em juros no país. Diante da mudança de cenário, optamos por encerrar a posição. Ainda na sequência da crise, montamos posições vendidas em dólar contra uma cesta de moedas emergentes (peso mexicano e algumas asiáticas). Essa cesta compensou as perdas que tivemos no real, que se valorizou em linha com o movimento de dólar fraco global, e ainda gerou algum alpha adicional para o fundo. Por fim, os resultados em bolsa Brasil e commodities foram ligeiramente negativos.

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

Continuamos carregando uma posição vendida no real, mas atualmente estamos espelhando contra uma cesta de moedas emergentes (peso mexicano e algumas asiáticas), de modo a subtrair o beta do dólar global. Temos carregado essa posição há alguns meses por entender que a direção do governo, em termos de política econômica, é equivocada e trará desequilíbrios para o país. A divulgação de um arcabouço fiscal “ok” não mudou a nossa visão, mas removeu um possível trigger negativo para os mercados. Nesse ambiente, optamos por reduzir a posição. Também iniciamos uma posição aplicada em juros nominais. Acreditamos que o aperto de crédito será mais intenso do que o esperado e acabará reduzindo as projeções de atividade e inflação. Também temos uma pequena posição aplicada em juros no Chile.

### **GAP Absoluto FIC FIM / GAP Multiportfolio FIC FIM**





## Garde Asset Management

No mês de março, a estratégia de renda fixa doméstica apresentou resultado líquido positivo, com resultado positivo nos juros nominais e negativo nos juros reais. No livro de juros globais, o resultado positivo veio sobretudo das posições aplicadas em Nova Zelândia, posição tática aplicada na treasury curta e posições tomadas na inflação americana curta, cujo carregamento extremamente positivo mais que compensou a queda nominal durante o mês. Além disso, aproveitamos o stress no mercado de juros nos Estados Unidos para montarmos posições tomadas na parte curtíssima na curva de juros do País, com retorno positivo durante o mês. No lado negativo, as posições tomadas em juros longos no Japão e curtos no Canadá apresentaram perdas. Na estratégia de cupom cambial a contribuição foi positiva para o fundo, com a boa sazonalidade do fluxo devido a safra de soja, que continua fazendo com que a parte curta da curva continue a inclinar. No BRL, mantivemos uma posição comprada em dólares, acreditando que os riscos fiscais são crescentes e tornam o cenário prospectivo cada vez mais desafiador. Entretanto, a melhora do balanço de pagamentos, o alto carregamento e o posicionamento dos estrangeiros levaram a moeda brasileira a uma rápida apreciação no final do mês, contribuindo negativamente para o fundo. Continuamos com posições compradas em estruturas que visam minimizar o custo de carregamento. Já o book de moedas teve performance positiva compensando parte das perdas do BRL. Ganhos vieram de posições compradas em Peso Mexicano, Euro e Yen. Essas posições se mantêm no portfólio, bem como a posição de valor relativo comprada em Dólar Australiano x Dólar da Nova Zelândia. Apesar da grande volatilidade observada nesse mês, o book de commodities contribuiu de maneira levemente positiva para a performance do fundo. A crise bancária conjuntamente com a queda na atividade econômica nos EUA, injetou um novo ímpeto pessimista no mercado causando uma queda forte em preços de vários ativos, em especial nas commodities. Mesmo assim, nossa posição comprada em petróleo performou positivamente, bem como a posição comprada em açúcar, apesar de ter sido reduzida durante o mês anterior. Já na estratégia sistemática, observamos a continuação da dinâmica de reversões fortes e frequentes de tendência em todas as classes de ativos que operamos. Tal dinâmica vem sendo um desafio para nossas estratégias desde o segundo semestre de 2022. Durante o mês registramos perdas líquidas compostas por perdas em moedas e commodities, e ganhos em juros e equities.



Em moedas sofremos perdas em posição alternadamente long e short BRL, cujos modelos foram sujeitos a sucessivos gatilhos de stop de posição.

Em commodities registramos perdas em posições alternadamente long e short petróleo, short ouro e long cobre. Em juros nominais obtivemos ganhos líquidos compostos por ganhos com posição aplicada na curva curta e perdas em posição alternadamente tomada e aplicada na curva média. Em equities obtivemos pequenos ganhos no mercado americano com posições compradas em ativos selecionados. Por fim, em um mês marcado por queda de 3% no mercado local, com retirada de mais de 3 bilhões de reais por investidores estrangeiros e preocupações com sustentabilidade do arcabouço fiscal, além de sinalizações de aumento de carga tributária que atingiria diversas empresas listadas, tivemos ganhos na posição vendida em bolsa brasileira. No mercado global, tivemos o S&P subindo 3.5%, o Nasdaq subindo quase 10% e forte queda nos juros americanos com o FED sinalizando redução no ritmo de aumento de juros, em grande parte devido a quebra do SVB Bank e temores de uma crise bancária nos bancos regionais americanos. Nossa posição vendida em S&P contribuiu negativamente com o resultado no mês.

**Perspectivas para o mês de abril:**

No cenário internacional, o episódio envolvendo alguns bancos americanos não deve resultar numa grande crise financeira como em 2008, mas contraria uma desaceleração adicional para a economia americana via restrição de crédito. Tal contração deve fazer parte do trabalho que restava ao Fed no combate à inflação, de modo que nos aproxima novamente do final deste ciclo monetário. Vemos panorama parecido na Europa, porém com um sistema bancário ainda mais resiliente (a despeito do estresse idiossincrático envolvendo o Credit Suisse) e um ECB atrasado no processo de combate à inflação, acreditamos que há maior margem para que as taxas de juros sejam elevadas para patamares entre 3.5% e 4%. Os dados de atividade na China continuaram, em geral, confirmando a força da reabertura e a mudança de mindset do governo chinês em prol de um maior crescimento econômico. No cenário doméstico, a divulgação do arcabouço fiscal confirmou, em linhas gerais, nossa expectativa de um novo arranjo fiscal que permita o crescimento das despesas em termos reais. Ainda que com contrapartida do lado das receitas pelo desejado aumento da carga tributária, ainda vemos a continuidade do crescimento da dívida que deverá alcançar cerca de 100% do PIB no final da década. O aumento da participação do Estado na economia e da carga tributária deverá penalizar o setor privado, perfazendo um arranjo macroeconômico desfavorável à frente.



Do lado da política monetária, a divulgação da última ata do Copom mostrou um BC ainda mais vigilante com a piora da inflação corrente e das expectativas, além da preocupação com a falta de clareza para a trajetória fiscal e parafiscal. Com isso, reforçamos nosso cenário de que não haverá espaço para flexibilização monetária neste ano.

Para abril, na estratégia de renda fixa doméstica, o livro de juros nominais, temos uma posição aplicada no direcional e no relativo, e na estratégia de juros real, temos alguns plays relativos no meio da curva e um trade de desinflação no segundo semestre desse ano. No book de juros globais, se por um lado conseguimos vislumbrar uma inflação rodando em patamares bem acima das metas dos bancos centrais, por outro conseguimos enxergar também uma desaceleração mais abrupta no impulso de crédito dos pequenos bancos americanos (que representam 36% do crédito total nos U.S). Nos manteremos cautelosos com posições estruturais e estaremos atentos para oportunidades mais táticas nos juros globais. Seguimos com as posições tomadas no Japão. Na estratégia de cupom cambial, continuaremos reduzindo as posições nessa estratégia, hoje concentrada no 2Y x 4Y. No BRL, continuamos com posições comprada em estruturas que visam minimizar o custo de carregamento. Em moedas, as posições compradas em Peso Mexicano, Euro e Yen se mantem no portfólio, bem como a posição de valor relativo comprada em Dólar Australiano x Dólar da Nova Zelandia. Em commodities, mantivemos nossa posição comprada em petróleo, esperando pela total incorporação da retomada da mobilidade chinesa e da normalização do turismo internacional. Além disso, mantivemos a posição comprada no açúcar por conta dos problemas de produção na Asia. Adicionalmente, montamos uma posição relativa de óleo de soja contra farelo de soja no nosso livro das commodities agrícolas. Na estratégia sistemática mantemos posições long BRL, aplicado em juros nominais na curva curta e média, long equities US e long cobre. Na estratégia, zeramos a posição vendida em bolsa brasileira. Apesar de estarmos pessimistas com o cenário doméstico, não achamos a assimetria grande para uma posição vendida. Aumentamos marginalmente pares de valor relativo visando captura de alfa. No mercado global nossas estruturas de venda expiraram, e aguardamos eventuais exageros para remontarmos a posição vendida, com a tese de desaceleração econômica e novas revisões nos resultados das empresas.

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



## Gávea Investimentos

A eclosão de crises bancárias nos EUA e na Europa em março aponta para os limites das políticas monetárias globais, em um contexto de elevado risco financeiro mas ainda com inflação alta e mercados de trabalho apertados. No Brasil, a demora na divulgação do marco fiscal pesou na incerteza local, onde observamos forte quebra da correlação da bolsa doméstica com o mercado de moeda e com o prêmio de risco da curva de juros. A carteira internacional contribuiu positivamente para o resultado. Já aqui no Brasil seguramos posições compradas em ações específicas, comprada em Dólar contra o Real e a favor da alta dos juros futuros, que sofreram e explicaram as perdas em março.

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

Em função do cenário de juros elevados globalmente, começamos o mês com posições vendidas em bolsa global e a favor da queda dos juros futuros em Economias desenvolvidas, que ajudaram a proteger o resultado do fundo ao longo dos eventos do SVB e Credit Suisse. Fomos bastante ativos na adaptação do portfólio ao novo cenário conturbado global, alterando posicionamento em moedas e juros internacionais ao longo do mês.

### **Gávea Macro FIC FIM**



## Genoa Capital

Presenciamos durante o mês uma crise de confiança nos bancos regionais americanos, e a rápida reação das autoridades para minimizar o risco de corrida bancária. Enxergamos esse acontecimento como contracionistas para as condições de crédito. No Brasil, o principal evento foi a apresentação do novo arcabouço fiscal. Nossa primeira reação foi positiva, mas há algumas questões em aberto.

### Genoa Capital Radar

As principais contribuições positivas para a rentabilidade do mês vieram das posições aplicadas em juros nos EUA. Também ganhamos com as apostas nos juros nominais do Brasil, Colômbia e Chile, e em moedas no euro e no peso mexicano. Em contrapartida, foram detratoras as posições em moedas e renda variável no Brasil.

### Genoa Capital Arpa

As principais contribuições negativas do mês vieram das posições compradas em empresas brasileiras dos setores de consumo, energia e aluguel de carros. As estruturas de proteção vendidas em índices globais não funcionaram como o esperado, e também detraíram valor. Os ganhos vieram das posições em empresas americanas do setor de tecnologia, e em empresas brasileiras de saúde.

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

#### Genoa Capital Radar

No Brasil, estamos sem posição no câmbio e com posições pequenas aplicadas nos juros nominais e vendidas em inflação implícita. No exterior, estamos comprados no euro contra o dólar americano e comprados no rand sul-africano contra o peso mexicano. Liquidamos as demais posições em moedas. Nos EUA, estamos taticamente aplicados na parte curta da curva de juros nominais e seguimos com apostas na inclinação da curva. Estamos tomados em juros nominais no Chile e no Japão, e aplicados nos juros do México e da Colômbia. Estamos sem posição direcional em ações nos EUA e no Brasil. A carteira comprada é composta por empresas dos setores de energia, utilidades públicas, financeiro, saúde e de tecnologia nos EUA. Estamos vendidos no setor de alimentos e bebidas, e com proteções em índices globais.



### Genoa Capital Arpa

Seguem presentes os altos níveis de prêmio embutidos nos preços das empresas brasileiras e, apesar disso, persiste o movimento de redução de risco nos portfólios. As empresas americanas, na contramão do que era esperado por nós, encerraram o primeiro trimestre com valorização de aproximadamente 7% (S&P500). Atualmente, nossas exposições líquida e bruta à renda variável se encontram próximas do neutro, em cerca de 40% e 100%, respectivamente.

Atualmente, o fundo é composto majoritariamente por empresas domésticas dos setores de energia, utilidades públicas, financeiro, saúde e de tecnologia nos EUA. Mantemos algumas estruturas de proteção em índices globais e posições vendidas no setor de alimentos e bebidas.

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



## Giant Steps

### ZARA/DARIUS

O fundo terminou o mês de março com resultado negativo. As principais detractoras de performance foram as posições tomadas em juros offshore e compradas em equities ao redor do mundo. Os principais ganhos vieram das posições vendidas em dólar contra real e do book de commodities, porém não foram suficientes para neutralizar as perdas do mês.

### SIGMA/AXIS

O fundo terminou o mês de março com resultado extremamente positivo. Os principais ganhos vieram das posições aplicadas em juros no Brasil e ao redor do mundo, e vendidas em dólar contra uma cesta de moedas, incluindo o real. As principais detractoras de performance foram as posições compradas em equities.

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

#### ZARA/DARIUS

O fundo começa o mês de abril com posições aplicadas em juros no Brasil e neutras no offshore. Em equities, o fundo segue comprado na maior parte das bolsas estrangeiras e vendido na bolsa brasileira. O fundo segue vendido em dólar contra real, e comprado em commodities energéticas e vendido nas demais.

#### SIGMA/AXIS

O fundo começa abril reduzindo as posições aplicadas em juros e com incremento nas posições compradas em commodities energéticas. No book de câmbio, o fundo segue vendido em dólar contra real e inicia o mês comprado em dólar contra moedas de países europeus.

**Giant Darius FIC FIM / Giant Sigma FIC FIM / Giant Axis FIC FIM / Giant Zarathustra FIC FIM**



## GTI

O mês de março foi bastante desafiador. Uma nova crise bancária se iniciou com o colapso nas ações do Silicon Valley Bank, que foi prontamente socorrida pela rápida ação do governo, com a agência Federal de Garantia de Depósitos assumindo o controle do banco. Dias mais tarde, foi a vez do Credit Suisse atravessar nova turbulência e o governo suíço deu apoio para que o UBS assumisse o controle da instituição, tendo suporte de liquidez e de parte das perdas. Nesse ambiente, o mercado passou a trabalhar com um final mais próximo para o ciclo de aperto monetário promovido pelo FED. As taxas de juros caíram ao longo da curva, levando certo otimismo aos mercados. As bolsas tiveram forte alta, com exceção do IBOVESPA. Aqui podemos dizer que houve grande frustração com o anúncio de um novo arcabouço fiscal.

Ao invés de atacar os gastos públicos em excesso, o ministro Haddad anunciou um arcabouço que prevê um expressivo aumento de arrecadação, segundo ele sem aumentar os impostos, mas eliminando as "jabuticabas tributárias", termo que ele usou para se referir a diversos subsídios e isenções tributárias que afetam direta e indiretamente quase todos os setores da atividade.

Neste cenário de elevação de arrecadação, o governo poderia aumentar seus gastos em até 70% desta elevação, contribuindo para uma relação dívida sobre produto se estabilizando e começando a cair dentro de 5 anos.

O plano falha em não considerar que talvez essa expectativa de arrendação maior possa se frustrar pela ação dos diversos lobbies que atuam em Brasília. Apesar de números de inflação sem apresentarem muitas novidades, as expectativas para os preços futuros pioraram, o que pode adiar o início do ciclo de corte na taxa Selic.

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

Esperamos mais um mês com volatilidade, que só não tem sido maior por conta do bom comportamento do Real. Os debates sobre reforma tributária e a aprovação do novo arcabouço correm o risco de serem prejudicados com o início da CPI de 8/1. CPI está que pode ter como efeito uma piora na capacidade de articulação política do presidente Lula junto ao Congresso.

Seguimos, entretanto, bastante tranquilos quanto as boas oportunidades para investimento. As empresas de nosso portfólio, com poucas exceções, tem obtido resultados muito positivos e, não em poucas oportunidades, recordes.

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





## Guepardo Investimentos

O Guepardo Institucional FIC FIA teve uma performance acima do Ibovespa no mês de março. As posições que mais contribuíram no mês foram Grupo Ultra (UGPA3), Vulcabras (VULC3) e Rumo (RAIL3). As maiores detratoras foram Klabin (KLBN11) e Ânima (ANIM3). Durante o mês, aumentamos um pouco nossa posição em Klabin.

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

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, Distribuição de Combustíveis e Papel e Celulose.

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



## Harbour Capital

Em março de 2023, o HARBOUR NAUTILUS FIC FIM CREDITO PRIVADO teve rendimento de 1,62% (138,39% do CDI). Nos 6 últimos meses o fundo apresentou retorno de 9,32% (142,26% do CDI). No ano de 2023, o fundo acumula rentabilidade de 4,57%. Em relação a alocação, o fundo encerrou setembro com 11,28% do PL em caixa e 89,15% em cotas Senior e Mezanino de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDCs. A rentabilidade se manteve muito próxima a verificada no mês de fevereiro, com a manutenção da taxa SELIC em 13,75% - teto alcançado em agosto/22. Segundo BACEN, O volume de crédito do SFN alcançou R\$5,3 trilhões em fevereiro, retração de 0,1% no mês. O volume de crédito para o segmento empresarial diminuiu 0,7% no mês, para R\$2,1 trilhões.

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 novas contratações realizadas em fevereiro atingiu 31,2% a.a., com alta de 5,2% em doze meses. O spread bancário das novas contratações elevou-se e chegou a 20,9% (BACEN).

Segundo BACEN, a inadimplência do segmento de Desconto de Duplicatas e Recebíveis manteve-se em 0,6%. Já a inadimplência do Capital de Giro com prazo superior a 365 dias passou de 3,3% em fevereiro para 3,6% em março. A inadimplência do Crédito Pessoal Não Consignado teve leve redução no mês passando de 7,9% para 7,7%.

### Perspectivas para o mês de abril:

No mês de abril 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 abril 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 primeiro terço do mês de março foi de queda, devido às ações dos reguladores americanos contra empresas do setor de criptoativos e problemas enfrentados por bancos utilizados pelo setor. No entanto, o segundo terço foi de forte recuperação - o fortalecimento da tese do Bitcoin como reserva de valor diante da desconfiança em relação aos bancos e a redução das expectativas de juros nos EUA foram fatores que contribuíram fortemente para esse resultado. No último terço do mês, exceto por movimentos rapidamente revertidos, o mercado cripto operou de lado.

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

O terceiro mês consecutivo de alta do NCI confirma a mudança de fase em relação ao ano de 2022, mas reiteramos que, em nossa visão, os criptoativos ainda são mais adequados para investimentos de longo prazo.

**Hashdex Ethereum FIM / Hashdex Bitcoin FIC FIM / Hashdex Ouro Bitcoin Risk Parity 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 Long Biased registrou uma performance ligeiramente acima do Ibovespa no mês de março, com a maior contribuição vindo do setor de Utilities, com destaque para o ramo de saneamento após a entrega de fortes resultados. O setor de Transportes também ficou entre os destaques, o resultado foi a somatória de, (i) melhores expectativas micro para algumas empresas, com revisão altista para os resultados de 2023 e (ii) alívio nos juros longos, que impactou nomes com duration alto.

Do lado negativo, a pior contribuição veio do setor de Saúde, que vem sofrendo com inflação médica ainda elevada e margens comprimidas, como consequência algumas empresas reportaram resultados abaixo do esperado no 4T22. O segundo maior detrator foi o setor de Óleo & Gás, devido à queda no preço do petróleo Brent em meio a receios de uma demanda mais fraca, impactado do aumento do risco sistêmico em meio a crise do sistema financeiro e crescente receio de uma recessão global.

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

Diante de um cenário macroeconômico ainda fragilizado e após um mês marcado por diversos eventos importantes, como a divulgação do novo arcabouço fiscal, receios em relação ao aumento da carga tributária, colapso de bancos estrangeiros, importantes decisões de políticas monetária no Brasil e no mundo, estamos procurando assimetrias que se traduziram em novas posições no portfólio e redução/remoção de outros nomes. Setorialmente vale descartar que reduzimos à exposição em mineradoras, devidos ao cenário global mais fragilizado e aumentamos o setor de Utilities, diante de sinais regulatórios melhores.

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



## Hogan Investimentos

Diante de mais um mês desafiador em que os índices Ibovespa e SMLL apresentaram quedas de -2,9% e -1,7%, o fundo Hogan Absoluto FIM apresentou performance positiva de +0.13% e o Hogan Horizonte 130/30 FIM de +0,6% demonstrando a resiliência das estratégias Long Short diante de cenários com elevada volatilidade e incerteza.

O setor de Serviços ao Consumo foi mais uma vez o principal contribuidor positivo para o mês, com destaque da contribuição positiva da Hapvida enquanto no setor de Produtos ao Consumo a contribuição do short em Alpagartas não compensou as perdas com os Longs em Intelbras e M Dias Branco. Vale realçar as contribuições positivas dos setores de Bens de Capital e Utilidades Publicas com a performance positiva da posição comprada em Embraer e Copasa. No setor de Commodities, a posição comprada em SLC Agrícola foi a maior detratora para o mês.

Em relação as principais movimentações, zeramos a posição vendida em Duratex – posição carregada há 3 trimestres - embolsando os lucros. O Valuation nos parece precificar dinâmicas futuras adversas para o setor moveleiro e de construção civil, lembrando que nossas métricas de saída incorporam esses aspectos. O short em Hapvida também foi zerado mantendo exposição vendida no setor de Serviços ao Consumo no Brasil com as apostas em Qualicorp, Fleury e Localiza, mantivemos a posição comprada na operadora aérea panamenha Copa.

### Perspectivas para o mês de abril:

Com as incertezas do cenário econômico, tanto interno quanto externo, mantivemos nossa baixa exposição ao Brasil buscando apostas em valor relativo, tirando proveito de nosso processo e framework analítico. Buscamos concentrar as apostas em empresas que apresentaram bons resultados operacionais para o 4T22, com revisões positivas após o resultado, baixa alavancagem e alta liquidez, contra apostas vendidas em pequenas empresas com alto índice de endividamento e resultados que indicam compressão de margem.

Estamos com um terço da exposição advinda do exterior, onde enxergamos dinâmica positiva em ativos mexicanos e outros como a operadora de aeroportos Oma, além das apostas nos setores de Consumo e Varejo com Kimberly Clark, Grumma e Walmex. A principal aposta setorial continua sendo no setor de Bens de Capital, onde temos posições em empresas expostas a dinâmica externa, como Weg e Embraer, além de Marcopolo que apresentou um resultado positivo com forte crescimento, expansão de margem e uma disciplina de capital mais controlada (operações estrangeiras) com um potencial de alta bem atraente.

### Hogan Absoluto FIM



## Iguana Investimentos

O Seleção Saturno rendeu 0,0% em março. Rende 0,36% no ano (11% do CDI) e 41,09% desde o início (92% do CDI).

### Carteira

Asa Hedge 3,1%

Ibiuna Hedge STH 5,8%

Capstone 7,3%

Vinland Macro Plus 3,5%

Vinland Macro 3,7%

Clave Alpha Macro II 6,1%

Gap Absoluto 3,6%

Tenax Macro Alocadores 2,5%

Arg Hike 1,8%

Absolute Vertex II 6,1%

Vista Hedge 3,9%

Neo Multi 30 2,7%

Neo Provectus 1,4%

Legacy Capital 6,2%

### MACRO 57,6%

Daemon Nous Global 1,7%

Giant Zarathustra II 3,9%

### QUANT 5,7%

Solana Equity Hedge 1,9%

Moat Capital Equity Hedge 3,2%

Lato Lsh1 2,9%



Real Investor FIM 1,6%

3R Genus Hedge 3,0%

**EQUITY HEDGE 12,6%**

3R Cedar II 0,6%

Tenax Total Return Aloc 1,1%

Vinci Total Return 0,7%

Absolute Pace Long Biased 0,6%

Moat Capital Long Bias 0,5%

Mar Absoluto 1,3%

**LONG BIASED 4,9%**

Tarpon GT 0,7%

Guepardo Institucional 0,5%

Charles River 1,1%

Avantgarde Multifatores 0,5%

Forpus Ações 0,4%

Trígono Flagship 30 0,7%

**LONG ONLY 3,9%**

BTG Pactual Yield DI 15,4%

CAIXA 15,4%

**Perspectivas para o mês de abril:**

Os juros americanos devem se manter altos por um tempo longo. Isso faz a bolsa do país ficar cara, pois deverá haver recessão. no Brasil, a bolsa está muito barata. os juros e o dólar podem cair com reformas no congresso.

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





## Indie Capital

O mês de março foi mais um mês de alta volatilidade nos principais mercados.

O cenário internacional foi marcado pelas incertezas nos setores bancários americano e europeu. Apesar do cenário adverso, o S&P 500, que chegou a cair -2,4%, encerrou o mês com retorno positivo de 3,5%, puxado pelas empresas de tecnologia diante de um cenário de queda na expectativa da inflação longa americana que refletiu em juros longos mais moderados. O efeito desse movimento nas bolsas emergentes foi positivo, porém novamente a bolsa brasileira foi destaque negativo entre os pares por motivos internos do país. A bolsa brasileira está muito descontada em comparação a múltiplos históricos de preço sobre lucro esperado para os próximos 12 meses (8,6x).

No cenário local, tivemos a decisão do Copom de manter a SELIC inalterada com um discurso hawkish diante da pouca visibilidade fiscal, apesar da apresentação do primeiro esboço do arcabouço fiscal. Uma discussão importante que derivou dessa proposta do governo é a necessidade de aumento de arrecadação da ordem de pelo menos R\$ 100 bilhões e, nesse contexto, que setores e empresas poderão ser impactados.

O Indie FIC FIA encerrou o mês com rentabilidade de -4,01% contra -3,07% do índice IBX e -2,91% do índice Ibovespa.

Os maiores contribuidores de performance no mês foram as posições em Eletromidia (ELMD3) e Rumo Logística (RAIL3), enquanto os principais detratores foram Hapvida (HAPV3) e Eneva (ENEV3).

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

Ao longo do mês, voltamos a investir em Equatorial Energia (EQTL3) e Grupo Mateus (GMAT3). Equatorial atualmente negocia com TIR real de 11%, com ativos de qualidade e bem geridos. Em relação a Grupo Mateus, observamos mudanças em processos da companhia, que melhoraram a visão do retorno recorrente sobre o capital investido. A empresa vinha sendo vocal sobre iniciativas internas para melhoria no capital de giro, com medidas de otimização de dias de estoque e aumento de prazo de pagamento de fornecedores, junto com mudanças nas metas do time comercial. Tais iniciativas se materializaram no 4Q22, levando a expressiva melhora no ciclo caixa, tendência que pode continuar em 2023. Em relação aos desinvestimentos, zeramos Gerdau (GGBR4) pela redução na assimetria.



Elevamos para 30% nossa exposição ao setor de utilidades públicas, em teses distintas, mas com retornos reais esperados muito atrativos.

**Indie FIC FIA**



## Integral Investimentos

Com o fechamento do primeiro trimestre de 2023 no último dia 31, o mercado segue cauteloso. Ao longo do mês, alguns eventos causaram volatilidade no mercado, mas foram superados, como a quebra dos bancos regionais nos EUA e outros desafios enfrentados pelos bancos europeus.

Já no Brasil, os indicadores mostram uma desaceleração da atividade econômica, com o ritmo mais lento de crescimento do mercado de trabalho e, conseqüentemente, aumento da taxa de desocupação. A economia segue em um processo de desinflação, mas ainda em níveis altos.

No âmbito político, na última semana de março, o Ministro da Fazenda, Fernando Haddad, apresentou o projeto do novo arcabouço fiscal, que substituirá o teto de gastos. O plano estabelece que o aumento de despesas será atrelado ao aumento da arrecadação e deve passar pela aprovação da Casa Civil e, em seguida, pelo Congresso. O mercado segue digerindo a proposta.

Dentro deste contexto, vimos uma redução dos prêmios por toda a extensão da curva de juros. As taxas de longo prazo caíram por volta de 100 pontos no período.

O mercado de crédito privado segue volátil, principalmente por conta dos acontecimentos recentes de Americanas e Light. Ainda vemos poucas emissões primárias, sendo que a maior parte dos papéis têm vindo com prazos menores e taxas mais altas, ficando nas mãos dos bancos que coordenaram as ofertas.

O volume de resgates segue alto, sendo o maior dos três primeiros meses do ano. Com isso, aumenta a pressão vendedora do mercado. O reflexo disso foi visto no comportamento das taxas das debentures que compõem o IDA-DI, que saltou de CDI+ 2,17% para CDI+2,41.

Os papéis da SBF e SmartFit foram os de melhor performance no mês, enquanto que Light teve a pior, seguido por Hapvida, Dasa, Natura e Elfa. Esses resultados impactaram negativamente o desempenho dos nossos fundos.

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

Os últimos dias foram de notícias positivas para empresas que estavam sofrendo por conta dos impactos do elevado endividamento e do atual patamar da Taxa Selic. Hapvida anunciou venda de imóveis e uma nova oferta de ações na bolsa como forma de se capitalizar. Natura anunciou acordo para venda da Aesop e pretende utilizar os recursos levantados para pagar dívidas.



Essas notícias ajudaram a trazer um certo alívio para as taxas e os últimos dias de março foram de cotas melhores para os fundos de crédito. O atual patamar as taxas também oferece oportunidades interessantes e podem levar a movimentos positivos durante o mês de abril.

**Integral FIRF CP / Integral Selection FIRF CP / Integral Cash FIRF Referenciado DI CP**



## Iridium Gestão de Recursos

Apollo: No mês de março, o fundo obteve um retorno de +0,86% (73,31% do CDI), ficando abaixo do benchmark e do seu objetivo de desempenho. No ano, o fundo apresenta uma rentabilidade de +1,91% (58,71% do CDI), ficando abaixo do benchmark e do seu objetivo de desempenho. O mês continuou turbulento, mesmo após os eventos de Americanas em janeiro e Light em fevereiro. Por outro lado, os spreads de crédito têm apresentado uma certa estabilização no mercado secundário. Com isso, a gestão acredita que nos próximos meses, o fundo deva apresentar um resultado melhor, tanto pelo alto carregamento quanto por um eventual fechamento de spread de crédito. Em março, o resultado foi fortemente impactado pelo aumento da provisão nas debêntures de emissão da Light, que agora se encontram precificadas a 30% do valor de face, que é um valor adequado em relação ao que tem sido praticado no mercado secundário. Cumprir informar que a equipe de gestão acredita que o potencial de recuperação é maior e, por isso, segue com a posição. Segue a atribuição de performance: Títulos Públicos: +0,46%; Debêntures: +0,18%; FIDCs: +0,05%; Títulos Bancários: +0,21%; Outros Ativos: +0,01%; Hedge: 0,00%; e Custos: -0,04%.

Pioneer: No mês de março, o fundo obteve um retorno de +1,10% (93,46% do CDI), líquido de imposto para investidores PF, ficando abaixo do benchmark e do seu objetivo de desempenho. No ano, o fundo apresenta uma rentabilidade de +1,61% (49,53% do CDI), líquido de imposto para investidores PF, ficando abaixo do benchmark e do seu objetivo de desempenho. A equipe de gestão acredita que o mercado de ativos incentivados se estabilizou, já que no mês foi percebido uma certa retomada do interesse por parte de investidores Pessoa Física por debêntures de infraestrutura. Assim, os spreads de crédito (diferença das taxas das debêntures em relação as NTN-Bs de referência) desses ativos tem apresentado taxas estáveis e alguns papéis, com risco AAA e maior liquidez, tem inclusive demonstrado algum fechamento. Segue a atribuição de performance: Títulos Públicos: +0,13%; Debêntures Lei 12.431: +1,61%; Outras Debêntures: 0,00%; Títulos Bancários: +0,02%; Outros Ativos: 0,00%; Hedge: -0,60%; e Custos: -0,07%.

Rhino: No mês de março, o fundo obteve um retorno de -1,04% (+1,86% s/ Ibov), ficando acima do benchmark, mas abaixo do seu objetivo de desempenho. No ano, o fundo apresenta uma rentabilidade de -3,04% (+4,12% s/ do Ibov). O posicionamento mais cauteloso em relação ao mercado amenizou o impacto da desvalorização do Ibovespa sobre a carteira.



Em mês de noticiário intenso, com a quebra do Silicon Valley Bank e o dilema vivenciado tanto pelo FED quanto pelo Copom sobre qual rumo seguir em suas respectivas políticas monetárias, o grande destaque do mês acabou sendo o anúncio do tão especulado arcabouço fiscal feito pelo ministro Fernando Haddad. As informações divulgadas até o momento suscitam mais dúvidas do que certezas, o que causou uma reação dúbia pelo mercado. Do lado da gestão, foi mantido o ceticismo, mas esta entende que a apresentação do arcabouço proposto é um risco a menos a ser precificado. Do ponto de vista prático, ainda que o mercado de bolsa não tenha reagido de forma positiva em relação ao anúncio do pacote fiscal, é possível notar um alívio considerável na ponta longa dos juros, o que é sempre um fator positivo para ações.

**Perspectivas para o mês de abril:**

**Apollo:** Em termos de realocações, estas tem sido apenas trocas pontuais, em que ativos com prazos de vencimento mais curtos são trocados por ativos um pouco mais longos para aproveitar o atual estresse de mercado e capturar um eventual fechamento de spread a médio prazo. Por fim, o fundo segue com uma posição de liquidez bem confortável de 42,20% do PL (incluindo os títulos públicos e os CDBs com liquidez diária). Carrego atual do fundo: CDI + 1,17%a.a. (109,10% do CDI), considerando um carrego para as debêntures de Light de zero. Se os carregos de Light forem computados, o carrego total fica em CDI + 1,30%a.a. (110,06% do CDI). Duration da carteira de crédito: 1,99 anos.

**Pioneer:** A gestão acredita que tanto o nível de NTN-B quanto os spreads de crédito se encontram em um dos maiores patamares históricos. Com isso, nos últimos meses, esta tem adotado a estratégia de alongar na média a carteira de ativos do fundo, mas mantendo o patamar de hedge (-65,55% do PL) abaixo do histórico, o que tem causado o retorno recente aquém do desejado, mas que deve entregar um melhor resultado nos próximos 12 meses. Carrego atual do fundo: CDI + 1,44%a.a. (111,18% do CDI). Duration da carteira de crédito: 4,25 anos.

**Rhino:** Diante dos patamares atuais de valor, a gestão não vê motivos para reduzir ainda mais o risco. O portfólio permanece com um caixa de 11% do PL e investido em 26 empresas. Em termos de destaque, a equipe de gestão gostaria de ressaltar a performance da Plano & Plano. Após reportar um ótimo resultado (4Tri2022), a empresa saiu como a vencedora do programa “Pode Entrar” promovido pela Prefeitura de SP. A cia arrematou um VGV de R\$ 1,2 bilhão enquanto o valor em bolsa é de R\$ 1,1 bilhão. Assim, a ação valorizou 31,66% no mês e 45% no ano.



O caso de Plano & Plano é o exemplo de que mesmo em um período turbulento é possível encontrar boas oportunidades de investimentos. As 10 maiores são: Itausa; BTG; Cosan; Banco do Brasil; Aliansce; Neoenergia; Iguatemi; Bemobi; Petrobras; e Plano & Plano.

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



## JF Trust

Os principais eventos que repercutiram na volatilidade mais excessiva nos preços dos ativos em março foram a crise localizada de liquidez em alguns bancos nos EUA; as mudanças nas apostas em relação à trajetória da taxa de juros nos Estados Unidos que ficaram oscilando entre manutenção e nova alta de 25 pontos na medida que saíram dados da atividade e da inflação e também com a perspectiva de um recessão antecipada pelo sistema financeiro norte-americano. No Brasil, o foco das especulações ficou concentrado na divulgação do novo arcabouço fiscal, mas sobretudo, com a viabilidade ou não aceita pelo mercado da receita fiscal, do crescimento econômico e das garantias do cumprimento das metas.

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

A despeito de esperarmos nova desaceleração da inflação nos EUA no CPI de março, resiliência no mercado de trabalho tende a manter a pressão nos yields e na aposta de mais uma elevação da taxa de juros do fed fund de 25 pontos na primeira semana de maio. O Congresso brasileiro precisa arrumar as cláusulas para o efetivo ajuste à frustração dos parâmetros considerados no novo arcabouço fiscal. Bacen não deve ceder à pressão política e não sinalizará redução da taxa básica de juros, devendo manter a taxa básica em 13,75% na decisão do Copom em maio.

### **JF Trust Equador FIM**





## JGP Gestão de Recursos

Em março, ocorreram eventos importantes no setor bancário tanto nos EUA, quanto na Europa. O primeiro deles foi a falência do Silicon Valley Bank (SVB), nos EUA, em tempo recorde, seguindo alguns dias de boatos de que o banco estaria insolvente. A solução foi costurada no fim de semana entre o Tesouro norte-americano e o Federal Reserve (Fed), que decidiram garantir todos os depósitos do SVB, incluindo os que excediam o limite do fundo de garantia (USD 250 mil). A semana que se seguiu a esse episódio foi de extrema volatilidade, com temor de corrida bancária em outros bancos. Logo surgiram boatos de que o First Republic Bank estaria com problemas, o que foi sanado com um montante expressivo de depósitos feitos por um pool de bancos grandes, a pedido do Fed. A insegurança do setor foi transmitida para a Europa, com vários bancos apresentando quedas expressivas nas ações. O Credit Suisse, que já vinha apresentando problemas, foi comprado pelo UBS, novamente em uma operação costurada no fim de semana, pelo banco central suíço. Com isso, seguiram-se mais alguns dias de turbulência no mercado financeiro até que as coisas foram finalmente se acalmando mais no fim do mês.

Os eventos mundiais tiveram, em um primeiro momento, efeito de aumentar a volatilidade dos mercados e reduzir os preços dos ativos. No entanto, com o passar do tempo e a resolução dos problemas, foi se criando um clima mais positivo. Em consequência, alguns ativos brasileiros se beneficiaram no mês. O destaque positivo foi para o Real, que se apreciou cerca de 3,3% contra o Dólar e a curva de juros, que teve uma queda expressiva. O destaque negativo ficou com o Ibovespa, que teve perda de 2,9% no mês. Em relação ao fluxo de notícias, o destaque foi o anúncio do novo arcabouço fiscal, que se baseia em uma sequência de metas de resultado primário, abrangendo o período de 2023 a 2026. Essas metas têm um intervalo de tolerância de 0,25% do PIB. Além disso, a regra propõe que a despesa do ano seguinte cresça 70% do que crescer a receita do ano corrente. Caso não seja atingida a meta de resultado primário, a despesa no ano seguinte deve crescer 50% do que crescer a receita, tendo um piso de 0,6% a.a.. O problema do novo arcabouço é que ele não prevê ajuste em casos de crescimento baixo do PIB ou da receita. Ademais, as metas de superávit primário parecem muito otimistas, sendo necessário, para se atingir tais metas, um esforço adicional de cerca de 1% do PIB. Esse esforço deve vir de um aumento da arrecadação, porém, ainda não está especificado de que forma seria obtido. Logo após a divulgação do novo arcabouço, os ativos financeiros tiveram variação moderadamente positiva. Em seguida, as ações das empresas passaram a sofrer com a perspectiva de aumento da tributação.



**Perspectivas para o mês de abril:**

A consequência dos episódios do setor bancário foi uma significativa redução das curvas de juros futuros, tanto na Europa quanto nos EUA. O Banco Central Europeu aumentou a taxa básica em 50 bps, como já estava previsto, mas o Fed optou por ajustar em 25 bps, quando o mercado já esperava uma grande chance de 50 bps. No comunicado, o Fed deixou claro que pode vir a promover um ajuste adicional na taxa de juros, mas que estará atento aos dados e às turbulências do mercado. A sensação que ficou depois de tudo foi a de que a taxa terminal de juros será mais baixa do que se esperava antes e, provavelmente, a desaceleração das economias desenvolvidas será mais rápida, turbinada pelo canal do crédito bancário, que deve sofrer uma redução mais forte. Por outro lado, os dados de inflação ainda estão elevados, o que coloca os bancos centrais em uma situação difícil. A opção foi de reduzir o ritmo de aperto e esperar os dados, tornando as decisões futuras mais incertas e dependentes do fluxo de notícias.

**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 crise bancária, intensificada pela quebra do SVB, passou por uma transição do pânico a um ambiente de maior restrição do crédito, aumentando as chances de uma recessão e impulsionando o processo de desinflação. Os bancos já vinham reduzindo a concessão de crédito para empresas e consumidores há alguns trimestres. O FED já havia cumprido seu papel hawkish mesmo antes do aumento de 22 de março. Nesse contexto, a autoridade monetária deixou claro a distinção das ações de controle inflacionário e o ambiente de risco no mercado de crédito. Sofrem os investidores mais pessimistas com a fragilidade do sistema bancário, preocupados com a recessão e seus reflexos nas revisões de lucros para baixo, além da ressaca adicional de uma postura mais dura do FED. Desde out/22, o S&P 500 já sobe 14%. O processo inevitável de desinflação, que poderá ficar mais visível no segundo semestre, influencia diretamente os preços dos ativos, como ações e títulos. O valor de mercado se beneficia da queda na inflação e da antecipação da redução das taxas de juros. Uma lição para os investidores locais.

### Perspectivas para o mês de abril:

Continuamos bastante comprados em teses que se beneficiarão da queda da taxa de juros. Nosso portfólio tem uma relação desproporcional a esse movimento, o que deverá gerar retornos significativos à frente. Todo o roadmap para esse movimento tem acontecido de maneira favorável. A espera para uma reação mais forte de correção pode ser atribuída ao fluxo. O movimento que se seguiu ao discurso do presidente em 08/11/22 desencadeou uma saída significativa da Bolsa de Valores. O movimento local contrário ainda não começou. Entretanto, os juros futuros já retornaram ao patamar anterior sem a correção proporcional dos preços de mercado. O mercado já trabalha com uma queda significativa de juros à frente. "Bips" suficientes para que o processo de queda de juros ocorra ao longo de bons e longos meses. Isso deverá acontecer junto com a queda das pressões inflacionárias. Em todos os outros movimentos parecidos na história, vimos um rally no mercado de ações. Somemos ao ponto inicial de hoje as maiores posições vendidas da história da Bolsa local. Estamos atentos às oportunidades da redução desses shorts, além da reprecificação de muitas das empresas que nossa abordagem fundamentalista nos permitiu carregar até hoje. Com toda a aparente dor da queda da nossa cota, vemos um bom céu azul logo à frente, com oportunidades muito desproporcionais aos riscos. Por fim, nossas posições em petróleo, as únicas que não conflitam com o posicionamento da maior parte do mercado, ficaram ainda mais atraentes no último mês com a dinâmica de oferta e demanda cada vez mais apertada.

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



## Kadima Asset Management

KADIMA II FIC FIM – 09.441.308/0001-47

O Kadima II FIC FIM acumula uma rentabilidade desde o início de +317,87% (contra +277,91% do CDI). Em 2023, o fundo acumula uma rentabilidade de +2,20% (contra +3,25% do CDI).

Em Março, a principal contribuição positiva para o fundo veio do modelo de alocação sistemática entre diferentes classes de ativos, com ganhos nos mercados de dólar e NTN-Bs. Outro modelo que apresentou performance positiva no mês passado foi o modelo seguidor de tendências de longo prazo, com operações no mercado de juros futuro. Ademais, nossa recente implementação do modelo de fatores operando futuro de commodities em mercados internacionais também contribuiu positivamente ao fundo.

No lado negativo, o principal detrator de performance foi o modelo seguidor de tendências de curto prazo, operando futuros de juros e dólar. Além disso, o modelo de fatores operando ações na bolsa brasileira também foi detrator no período. A carteira comprada do modelo apresentou perdas, enquanto a ponta short em futuro de Ibovespa apresentou ganhos, porém, insuficientes para compensar o resultado por completo.

No agregado, o fundo fechou o mês de março com resultado positivo.

Acreditamos no potencial da estratégia do fundo, composta por uma combinação de modelos matemáticos e estatísticos. Nossa área de pesquisa vêm empenhando-se em desenvolver novos modelos e melhorias que contribuem para termos confiança na capacidade do fundo gerar bons resultados no longo prazo.

KADIMA HIGH VOL FIM – 14.146.496/0001-10

O Kadima High Vol FIM acumula uma rentabilidade desde o início de +266,16% (contra +152,86% do CDI). Em 2023, o fundo acumula rentabilidade de +1,25% (contra +3,25% do CDI).

Em Março, a principal contribuição positiva para o fundo veio do modelo de alocação sistemática entre diferentes classes de ativos, com ganhos nos mercados de dólar e NTN-Bs. Outro modelo que apresentou performance positiva no mês passado foi o modelo seguidor de tendências de longo prazo, com operações no mercado de juros futuro. Ademais, nossa recente implementação do modelo de fatores operando futuro de commodities em mercados internacionais também contribuiu positivamente ao fundo.



No lado negativo, o principal detrator de performance foi o modelo seguidor de tendências de curto prazo, operando futuros de juros e dólar. Além disso, o modelo de fatores operando ações na bolsa brasileira também foi detrator no período. A carteira comprada do modelo apresentou perdas, enquanto a ponta short em futuro de Ibovespa apresentou ganhos, porém, insuficientes para compensar o resultado por completo.

No agregado, o fundo fechou o mês de março com resultado positivo.

Acreditamos no potencial da estratégia do fundo, composta por uma combinação de modelos matemáticos e estatísticos. Nossa área de pesquisa vêm empenhando-se em desenvolver novos modelos e melhorias que contribuem para termos confiança na capacidade do fundo gerar bons resultados no longo prazo.

#### KADIMA EQUITIES FIC FIA - 12.845.796/0001-62

O Kadima Equities FIC FIA acumula uma rentabilidade desde o início de +100,53% (contra +49,87% do Ibov). Em 2023, o fundo acumula rentabilidade de -6,38% (contra -7,16% do Ibovespa).

O Kadima Equities é um fundo de ações long-only no qual o stock-picking é realizado através do chamado modelo de fatores, que busca uma exposição sistemática ao mercado acionário brasileiro, possuindo como uma das principais características uma carteira de ações bastante pulverizada, mitigando os riscos idiossincráticos das ações individuais. Esse modelo busca selecionar ações com base em determinadas características/indicadores responsáveis por explicar, ao menos parcialmente, a diferença de retorno entre as ações no longo prazo.

Em Março, a carteira do modelo de fatores apresentou resultado negativo, com performance de -3,18% frente a -2,91% do Ibovespa. As cinco maiores posições compradas no fundo no fechamento do período eram BBSE3, TUPY3, WEGE3, PSSA3 e CIEL3, correspondendo a aproximadamente 20% do PL do fundo.

Seguimos confiantes na capacidade do fundo gerar bons resultados, com exposição a fatores de risco que beneficiem o investidor no longo prazo.

#### KADIMA LONG BIAS - 33.378.392/0001-86

O Kadima Long Bias FIM acumula uma rentabilidade desde o início de +30,81% (contra +45,93% do IPCA+X). Em 2023, o fundo acumula rentabilidade de -3,95% (contra +3,73% do IPCA+X).



O Kadima Long Bias FIM é um fundo long bias que possui uma exposição líquida em bolsa que oscila entre 30% e 100% do seu patrimônio. O modelo de fatores na sua versão long-bias é o principal responsável por gerar esta alocação. Adicionalmente, estão também presentes no fundo os modelos seguidores de tendência de longo prazo aplicados nos mercados de câmbio e juros, de maneira a melhorar o sharpe do fundo e protegê-lo durante as grandes crises.

A principal contribuição positiva para o desempenho do fundo durante o mês de março foi o modelo seguidor de tendências de longo prazo, operando o mercado futuro de juros local, o modelo de alocação sistemática e o modelo contra tendências operando índice Ibovespa.

Dentre os detratores, o modelo de fatores foi o principal no período. A carteira long de ações apresentou resultado negativo, enquanto a ponta short em futuro de Ibovespa teve resultado positivo. Ainda assim, o resultado agregado do modelo foi negativo.

Seguimos confiantes na capacidade do fundo gerar bons resultados através da combinação entre uma exposição a fatores de risco e aos modelos de trend-following, beneficiando os investidores no longo prazo através da geração de alfa. O fundo encerrou o mês com exposição net comprada em bolsa brasileira de aproximadamente 69,5% e exposição marginalmente positiva em bolsa norte-americana (com hedge cambial).

ICATU KADIMA FIE PREVIDÊNCIA FIC FIM CP – 15.862.867/0001-23

O Icatu Kadima FIE Prev acumula uma rentabilidade desde o início de +163,57% (contra +129,38% do CDI). Em 2023, o fundo acumula rentabilidade de +2,24% (contra +3,25% do CDI).

A principal contribuição positiva para o desempenho do fundo durante o mês de Março foi o modelo seguidor de tendências de longo prazo operando o mercado futuro de juros local. Além disso, o modelo de alocação sistemática entre diferentes classes de ativos também apresentou ganhos.

No lado negativo, o modelo de fatores foi o principal detrator no período. A carteira comprada do modelo apresentou perdas, enquanto a ponta short em futuro de Ibovespa apresentou ganhos, porém, insuficientes para compensar o resultado por completo. O modelo seguidor de tendências de curto prazo apresentou perdas nas operações em juros.

O fundo segue com alocações que visam uma otimização do portfólio de modelos matemáticos que possuímos, com as devidas restrições de legislação do segmento de previdência aberta. Acreditamos na capacidade do fundo de gerar bons resultados no longo prazo.



KAD IMA-B FIC FIRF LP - 43.778.868/0001-20

O Kad IMA-B FIC FIRF LP acumula uma rentabilidade desde o início de +5,43% (contra +9,58% do IMA-B). No ano, o fundo acumula uma rentabilidade de +2,77% (contra +3,98% do IMA-B).

O Kad IMA-B é um fundo de renda fixa composto por dois principais blocos de modelos. No primeiro, o chamado modelo de alocação busca construir uma carteira de NTN-B cujo objetivo é aproximar a sua duration do IMA-B, enquanto simultaneamente otimiza custos de transação e outras características desejáveis (yield, sharpe, etc). O segundo bloco, responsável pela geração de alfa do fundo, é composto pelos modelos seguidores de tendência de longo prazo utilizados há muitos anos em diversos outros fundos da gestora.

Em Março, ambos modelos presentes no fundo apresentaram resultado positivo, desta forma, o fundo fechou o mês com resultado de +3,60%, frente a +2,66% do benchmark IMA-B.

Seguimos confiantes na capacidade do fundo gerar bons resultados através da combinação entre uma exposição ao índice IMA-B e os modelos seguidores de tendência de longo prazo, beneficiando os investidores no longo prazo através da geração de alfa.

**Perspectivas para o mês de abril:**

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.

Acreditamos no potencial da estratégia do fundo, composta por uma combinação de modelos matemáticos e estatísticos. Nossa área de pesquisa vêm empenhando-se em desenvolver novos modelos e melhorias que contribuem para termos confiança na capacidade do fundo gerar bons resultados no longo prazo.

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



## Kairós Capital

Para um mês com a maior quebra de um banco nos EUA desde a crise de 2008, e a volatilidade das curvas de juros em níveis elevadíssimos, março surpreendeu terminando com um alívio nos preços dos ativos de risco. Apesar da crise bancária nos EUA e da derrocada do Credit Suisse, as bolsas globais subiram no mês, as moedas ganharam do dólar, enquanto as curvas de juros tiveram fechamentos de taxas enormes e as commodities uma performance mista. A rápida intervenção do Tesouro e do FED no caso americano e do governo suíço no caso do Credit Suisse, evitaram uma piora prolongada dos preços dos ativos de risco, ainda que as razões fundamentais para a alta tensão não tenham desaparecido. No Brasil, a volatilidade seguiu com ataques ao Banco Central, incertezas sobre a reforma tributária e o novo arcabouço fiscal. Dessa forma, os ativos brasileiros tiveram uma performance mista com queda na bolsa, valorização do real e forte queda da curva de juros acompanhando o exterior. Atribuição de performance do mês foi: renda fixa (+1,23%), moedas (+0,33%), juros (+0,27%), commodities (-0,13%), ações (-1,31%) e despesas de (-0,32%).

### Perspectivas para o mês de abril:

Inflações ainda demandam apertos monetários por parte do FED e do ECB e retiradas de liquidez via redução de balanços dos bancos centrais, o que deve levar a recessão nas economias desenvolvidas em 2023. No Brasil, apesar do anúncio do novo arcabouço fiscal, não vemos preocupação com à contenção de gastos e caminhamos para uma provável elevação da carga tributária. As expectativas de inflação seguem em alta na pesquisa Focus, e o BC deve manter a taxa SELIC inalterada por mais tempo. Seguimos alocando risco em maior grau em ativos externos, com uma visão mais negativa para ativos de risco e com um portfólio balanceado. Temos posições vendidas em bolsas globais, vendidas em dólar contra uma cesta de moedas, compradas em commodities, e no Brasil temos pequenas posições arbitradas em bolsa.

### Kairós Macro FIC FIM





## Kapitalo Investimentos

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

Em juros, abrimos posições tomadas na Europa e no Chile e aplicadas no Reino Unido e na Suécia, mantivemos posição tomada no cupom cambial no Brasil e posição de curvatura nos EUA. Zeramos posição aplicada no México.

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

Em moedas, abrimos posições compradas no rand sul-africano e no dólar australiano. Aumentamos posições compradas no euro e no iene japonês e posições vendidas na coroa tcheca, no zloty polonês, na libra esterlina e no yuan chinês.

Em commodities, abrimos posição comprada na soja, no açúcar e no cacau, aumentamos posição comprada no ouro e reduzimos posição comprada no petróleo. Mantivemos posição vendida no milho, no café, na prata e no paládio.

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

Os principais bancos centrais elevaram as respectivas taxas básicas, mesmo após os acontecimentos recentes no setor bancário.

Nos EUA, o FOMC elevou a taxa em 25bps. A crise no setor bancário pode levar a um aperto financeiro mais significativo, que impactaria para baixo a inflação. No entanto, os efeitos ainda são bastante incertos.

Na Europa, apesar da tensão no sistema bancário, o ECB subiu 50bps como “prometido” para 3%. Mas deixou aberta a sinalização para as próximas reuniões, adotando uma postura ainda mais dependente dos dados.

Na China, dados oficiais indicam uma retomada de atividade muito forte. Com destaque aos serviços prestados às famílias, os números sugerem um crescimento no primeiro trimestre acima do esperado.



No Brasil, o difícil processo de convergência de inflação à meta atual impede o BCB de cortar juros. Observamos a publicação do novo arcabouço fiscal, com um novo teto de gastos insuficiente para garantir a trajetória robusta de resultados primários prometida, sugerindo que o governo tenha em mente uma elevação significativa de arrecadação.

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



## Kínitro Capital

No contexto internacional o mês de março foi marcado pela turbulência no sistema bancário global, envolvendo o Silicon Valley Bank (SVB) e o Signature Bank nos EUA e o Credit Suisse (CS) na Europa.

No contexto nacional o mês de março foi marcado pelo cenário macroeconômico brasileiro em meio à incertezas no campo fiscal e monetário que se concentraram nas especulações do novo arcabouço fiscal.

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

Nós não acreditamos que existe um risco sistêmico para o setor bancário americano, ou europeu, mas o mercado de crédito americano deve ficar bem mais apertado nos próximos meses, permitindo que o FED encerre o ciclo de alta dos juros na próxima reunião.

Sendo assim mantivemos nossa aposta na desvalorização do USD contra uma cesta de moedas e mantemos nosso viés negativo para os índices de ações dessas regiões.

No cenário local, apesar da divulgação do novo arcabouço fiscal, acreditamos que o banco central deve demorar mais tempo para cortar os juros do que o mercado precifica. Na renda variável local temos atuado de forma tática e acreditamos que pode haver uma alta nos preços no curto prazo.

Também continuamos a enxergar bom nível de retorno implícito em nossas investidas que, em alguns casos, apresentam TIR real esperada de 12% ao ano, um prêmio relevante em relação às taxas das NTN-Bs de longo prazo.

**Kínitro FIA / Kínitro Top FIC FIM / Kínitro 30 FIC FIM**



## Kiron

Os principais destaques do mês de março foram; MELI +5%, TOTS3 +3% e RAIL3 +5%. TOTS3 Os resultados do 4T22, apesar de um Tri mais desafiador, vieram em linha com as expectativas, evidenciando uma maior resiliência no core business. A adição orgânica líquida de ARR no core foi de R\$ 168 mi, o que se compara à R\$ 170 mi no trimestre anterior. Número bom considerando a queda dos índices inflacionários no período - volume de novos contratos continuou bom: +8% de crescimento q/q e +100% y/y. O mesmo aconteceu em Business Performance, com ARR orgânico atingindo R\$ 23 mi. Com um modelo de negócio ancorado em receita recorrente, 100% protegido da inflação e uma força de venda distribuída por todo o Brasil, a TOTS3 é líder absoluta no mercado brasileiro de ERP para PMEs. Além das oportunidades no mercado de ERP, dada a baixa utilização de software nas companhias brasileiras, as novas unidades de negócios (TechFin e Business performance) continuam agregando valor ao ecossistema. A recente JV anunciada com o Itau, está para receber a aprovação do BC. Essas oportunidades e atributos, quando combinadas ao time de altíssimo calibre, resultam em perspectivas muito promissoras para o negócio ao longo dos próximos anos.

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

Incertezas com ritmo da atividade global continuam mantendo uma postura defensiva nos mercados. A recente instabilidade no setor financeiro americano colabora para a alta volatilidade e a manutenção da postura defensiva por parte dos investidores. No Brasil, as atenções continuam voltadas para a definição do novo arcabouço fiscal. O novo regime anunciado pelo novo governo foi bem recebido pelos mercados, mas existem várias minudências que ainda precisam de um entendimento mais amplo. Acabou a temporada de divulgação dos resultados do 4T22. Em linhas gerais, os resultados vieram abaixo das expectativas (10-15%). Alguns setores foram mais impactados que outros devido as Eleições, Copa e Chuvas com temperatura mais baixa. Acreditamos que 2023 as empresas investidas terão que ser mais eficientes para poder manter seu ritmo de crescimento. A falta de visibilidade política/fiscal, uma desaceleração econômica e o ambiente de juros mais elevados, devem manter empresas e consumidores mais cautelosos. Continuamos a enxergar uma relação risco/retorno assimétrica. Os múltiplos das empresas investidas, mesmo considerando um ambiente econômico em 2023 mais desafiador, continuam muito a baixo da média.

### **Kiron Institucional FIA**



## Lato Capital

Prezados investidores,

Após algumas semanas trabalhando com nossa carteira com direcional vendido e com posicionamento centrado em empresas defensivas, desalavancadas e de beta reduzido, passamos a adicionar, paulatinamente, empresas que tenderiam a se beneficiar de um fechamento da curva de juros local e, ao fazermos isso, passamos a operar sem direcional. A seguir, discorreremos o porquê:

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

a) Posicionamento técnico favorável. Notamos um excesso de pessimismo no mercado, tanto ao nível local quanto internacional. Ficou muito fácil ficar pessimista. Ao nível local, as principais preocupações, com as quais parcialmente compactuamos, são a atividade em franca desaceleração e a falta de um plano fiscal mais crível. Já ao nível internacional, o embate se encontra na longevidade do ciclo de juros – e seus efeitos colaterais, vide a crise em bancos regionais americanos – e a magnitude do arrefecimento inflacionário. Em pesquisas, conferências e monitoramentos de carteiras, notamos uma elevada posição de caixa e uma alocação setorial pautada em empresas defensivas. Também nos questionamos internamente com tamanha “leveza” e forte pessimismo no mercado americano e, mesmo assim, os principais índices acumularem fortes altas no ano (S&P e Nasdaq no ano em +7% e +17%, respectivamente), o que não nos parece intuitivo. Obviamente também possuímos os nossos receios e pontos de atenção, no entanto, acreditamos que o técnico atual propicia melhores momentos de montagens de posições para que ganhos possam ser capturados à frente. Seguimos cautelosos, porém, neste momento, especialmente no cenário local, nos desafiamos diariamente a ficarmos menos pessimistas versus a média de mercado.

b) Arcabouço fiscal. Apesar de não o considerarmos como ideal, acreditamos que, ao menos, não resultará em um cenário de completo descontrole. A partir da segunda quinzena de novembro de 2022, o cenário fiscal que algumas casas conjecturavam era de descontrole por completo, com um déficit primário que beiraria os R\$150 a R\$200 bilhões de reais anuais. Não nos parece provável este cenário. Agora, ao menos, trabalhamos com metas claras e bem definidas (factíveis?) de (i) +0,5% do PIB de superávit primário em 2025 e (ii) despesas limitadas a 70% do crescimento da receita.



Francamente também possuímos as nossas críticas, sobretudo no que tange as dificuldades arrecadatórias para se conseguir manter tamanho populismo do atual governo, sem que haja embates diretos com setores relevantes da economia (como a indústria de alimentos/ bebidas e de varejo). Outro ponto que julgamos importante é a sobriedade do governo em admitir que, de fato, o país precisa voltar a crescer e a atividade ser reestimulada – ao estabelecer limites atrelados à receita.

c) Comportamento da Selic no 2º semestre. Apesar da última reunião do Copom ter sido acompanhada de um recado mais hawkish (altista de juros), acreditamos que estamos próximos a voltar a se falar do início do ciclo de afrouxamento monetário local. Em uma primeira instância, vemos uma atividade local extremamente fragilizada, com fraca demanda na ponta e baixíssimo ímpeto de consumo, o que colaborará, à frente, em uma maior acomodação inflacionária. O segundo ponto, considerando o horizonte de convergência adotado pelo Banco Central, no segundo semestre alongaremos o prazo para o início de 2025, e, assim, uma expectativa de inflação mais calma, apesar de ainda acima da meta. Como terceiro ponto, não poderíamos deixar de mencionar a pressão política para que a Selic seja reduzida e os índices de confiança do empresariado voltem a se recuperar. Por fim, como quarto tópico, trazemos também a postura já prenunciada recentemente por alguns Bancos Centrais, como foram os casos de Canadá e Austrália, que, ao que tudo indica, já colocaram um fim em seus ciclos de aperto monetário, podendo, mais a diante, dar maiores diretrizes de quando se dará o início da queda de juros.

Bons investimentos.

Atenciosamente,

Lato Capital

“O Dinheiro é do Cliente”

**Lato Long Short 1 FIC FIM**



## Leblon Equities

FUNDO: LEBLON AÇÕES FIC FIA

CNPJ: 10.320.151/0001-80

Em março, o fundo teve um retorno de -6,1% contra -2,9% do Ibovespa.

As principais contribuições positivas foram CCR (+0,6 p.p), Priner (+0,3 p.p) e LOG (+0,1 p.p). Os detratores foram Mills (-1,2 p.p), Lojas Renner (-0,8 p.p) e Natura (-0,8 p.p).

Desde o início, em setembro de 2008, o fundo acumula retorno de 233,9%, o que equivale a um retorno anualizado de 8,7% (Ibov 5,1%).

No mês, aumentamos Brisanet, que é o 4º maior provedor de internet do Brasil e líder no ranking de qualidade da ANATEL. Com 1.1mn clientes a companhia investe para atender as 9 capitais e outras grandes cidades do Nordeste. A empresa reportou um excelente 4T22 com cresc. de receita de +36% AcA no trim. (totalmente orgânico), aumento de 18 p.p. na margem EBITDA (52% no 4T), excelente conversão de caixa e endividamento confortável e reduzindo (1.7x ebitda). Resultado demonstrou alavancagem oper. prometida no início do ano e perspectiva para 2023 é positiva - base de clientes crescendo 22% AcA(20k clientes/mês), manutenção da margem em bom patamar, redução de capex (R\$700M vs. R\$867M em 2022) e um plano disciplinado para lançamento do 5G. A ação performou negativamente no mês com queda de 4.5%.

Além disso, aumentamos a posição em Priner.

FUNDO: LEBLON AÇÕES II INSTITUCIONAL FIC FIA

CNPJ: 26.768.800/0001-40

Em março, o fundo teve um retorno de -6,2% contra -2,9% do Ibovespa.

As principais contribuições positivas foram CCR (+0,7 p.p), Priner (+0,3 p.p) e LOG (+0,1 p.p). Os detratores foram Mills (-1,4 p.p), Lojas Renner (-0,9 p.p) e Natura (-0,9 p.p).

No mês, aumentamos Brisanet, que é o 4º maior provedor de internet do Brasil e líder no ranking de qualidade da ANATEL. Com 1.1mn clientes a companhia investe para atender as 9 capitais e outras grandes cidades do Nordeste. A empresa reportou um excelente 4T22 com cresc. de receita de +36% AcA no trim. (totalmente orgânico), aumento de 18 p.p. na margem EBITDA (52% no 4T), excelente conversão de caixa e endividamento confortável e reduzindo (1.7x ebitda).



Resultado demonstrou alavancagem oper. prometida no início do ano e perspectiva para 2023 é positiva - base de clientes crescendo 22% AcA(20k clientes/mês), manutenção da margem em bom patamar, redução de capex (R\$700M vs. R\$867M em 2022) e um plano disciplinado para lançamento do 5G. A ação performou negativamente no mês com queda de 4.5%.

Além disso, aumentamos a posição em Priner.

**Perspectivas para o mês de abril:**

-

**Leblon Ações II Institucional FIC FIA / Leblon Ações FIC FIA**





## Legacy Capital

O fundo apresentou variação de -0,2% no mês, 1,2% em 2023 e 12,4% em 12 meses. As posições compradas em ouro, aplicadas em juros locais, e long/short em ações internacionais contribuíram positivamente para o resultado, no que foram mais do que contrabalançadas, em especial, pelas posições tomadas em juros externos, compradas em USDBRL, e de valor relativo nos mercados locais.

No plano internacional, a despeito de toda a incerteza, o cenário mais provável passa pela continuidade do distensionamento dos mercados, do prolongamento do ciclo de emprego e pela observação de inflação elevada ao longo dos próximos meses, o que deverá implicar em novas elevações de juros pelo FED, até o patamar aproximado de 5,5%.

No plano local, houve a divulgação do arcabouço fiscal. De forma resumida, o arcabouço sugere que o crescimento real das despesas será de 2,5% ao ano. Este é, em teoria, o “teto” do crescimento das despesas, mas as indicações sugerem que esta será a “meta” a ser perseguida, de forma recorrente.

Projetamos inflação de 6,4% em 2023 e de 5,1% em 2024. O quadro local segue incompatível com redução de juros a curto prazo.

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

A recente volatilidade nos mercados nos levou a reduzir o tamanho das posições. Mantemos posições tomadas em TSY, em tamanho menor, e compradas em ouro, que deve se beneficiar da fraqueza do USD. No plano local, mantemos posições aplicadas em juros de médio prazo; tomadas na inclinação, e vendidas em bolsa.

AUM, 31/03/2023: R\$ 29.24 bi

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



## Logos Capital

Em março, o Fundo rendeu -3.0%, em linha com o Ibov.

Do lado positivo, destacamos a Embraer. Esta bateu as metas de 2022, e apresentou metas em linha com a expectativa de mercado para 2023. Ainda, vem mostrando melhoras operacionais, com maior número de entregas e ganho de margem na aviação comercial. Seguimos com o papel na carteira, na expectativa da resolução do processo de arbitragem com a Boeing, além de outros possíveis eventos positivos ainda não contabilizados no preço de mercado.

Do lado negativo, destacamos a PetroReconcavo. Este é explicado pela soma de eventos possivelmente negativos, sendo (i) a performance negativa do barril de petróleo, (ii) a possibilidade de o governo federal taxar exportações de petróleo cru, (iii) a suspensão das vendas de ativos da Petrobras por 90 dias, o que inclui o campo de Bahia-Terra que está em negociação exclusiva de aquisição pelo consórcio deste e (iv) a divulgação do relatório de reservas com revisão altista de custos. Seguimos posicionados na empresa, entendendo que a companhia oferece uma oportunidade atrativa de risco e retorno, fluxos de caixa protegidos de inflação, dolarizados e uma capacidade de execução comprovada.

O Fundo Total Return (TR) rendeu -3.1% em março. 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 tiveram impacto positivo na cota.

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

No mês, as crises bancárias foram destaque. Nos EUA, vimos o mercado precificando o pico a da alta de juros de forma mais antecipada e alguns cortes de juros já embutem na curva neste ano. O mercado de trabalho continua robusto e os números de inflação estão arrefecendo. Já na Europa, os dados mostram uma recuperação saudável, levando cada vez a menores chances de recessão. Por fim, acreditamos que a China deve seguir uma boa recuperação e sustentando os preços de commodities. No Brasil, vemos um arcabouço fiscal que depende de muitos fatores incertos, trazendo um aumento de despesas imediato e uma arrecadação ainda não clara. Nossa trajetória está muito dependente da evolução deste plano, mas acreditamos que os preços de boa parte dos ativos já embutem um prêmio excessivo.

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



## MAAM Asset Management

No mês de março os principais desafios estiveram relacionados com a crise de crédito dos bancos pequenos norte-americanos. Contudo, o portfólio do MAAM está desenhado para reforçar os retornos do Fundo nos cenários em que as bolsas de valores “andem de lado”. Estamos utilizando diversos derivativos como venda de PUTs e venda de CALLs para garantir um reforço do retorno nos cenários de mediocridade. Sendo assim, a despeito da queda de 2,91% do Ibovespa, o MAAM auferiu um retorno positivo de 0,19%.

### Perspectivas para o mês de abril:

Para o mês de abril, continuamos esperando mercados globais e doméstico com desempenhos medíocres. Por isso, continuaremos implementando estruturas que reforcem o carregamento do Fundo nos cenários de bolsa “andando de lado”. Na margem, ampliamos o posicionamento no Brasil, principalmente via a constituição de uma nova posição no setor elétrico brasileiro que enxergamos estar bastante descontada. Apesar das fortes quedas nas empresas de varejo, tech e fintech no Brasil, continuamos longe destes setores, por entendermos que a arena competitiva ainda é muito intensa. Entendemos que é preciso aguardar mais tempo para que haja uma certa concentração de mercado desta arena competitiva, para só então tentar vislumbrar um investimento em um destes setores. Por ora, ainda mantemos um posicionamento mais forte em empresas americanas, empresas elétricas no Brasil e players de commodities.

### Maam FIA - BDR Nível I



## Mantaro Capital

Março foi mais um mês negativo para as ações brasileiras, que vêm sofrendo com as perspectivas de juros elevadíssimos ainda por muito tempo. Tal perspectiva tem gerado um constante fluxo de saída de bolsa, e está levando as ações a preços ainda mais deprimidos.

As bolsas internacionais tiveram um alívio ao longo do mês, uma reação às novas expectativas sobre os juros nos EUA e Europa, decorrente da crise bancária em curso. No Brasil os juros também tiveram queda, apesar da postura rigorosa do Banco Central.

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

O novo marco fiscal apresentado pelo governo trouxe algumas respostas, mas muitas dúvidas, em especial quanto à forma em que se dará o aumento de arrecadação. Se parte das dúvidas for endereçada, pode-se abrir espaço para que o Banco Central sinalize uma possível redução de juros mais à frente, abrindo espaço para uma valorização dos ativos de renda variável.

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



## Mapfre Investimentos

Em março, os mercados foram impactados por incertezas relacionadas à saúde do sistema bancário nos EUA e na Europa, que assistiram a corridas bancárias e intervenções dos reguladores tanto em bancos médios nos EUA quanto em bancos globais sistemicamente importantes na Europa, em meio à forte alta dos juros ao longo do último ano, que impactou o casamento de prazos e valor presente da carteira de títulos frente ao passivo de algumas instituições financeiras. A aversão ao risco resultante provocou movimento de flight to safety e fez despencar os rendimentos na curva de juros americana de 3,9% a.a. para menos de 3,5% a.a., assim como elevou os preços de seguros contra calote de diversas instituições financeiras, sobretudo na Europa.

No cenário doméstico persistiram as incertezas fiscais, que seguiram deteriorando as projeções de mercado para a inflação e os juros neste e no próximo ano e foram apenas parcialmente amenizadas pelo anúncio do novo arcabouço fiscal, considerado por muitos insuficiente para garantir uma trajetória de resultados primários positivos e sustentabilidade para a dívida pública. Mesmo assim, a trajetória cadente dos índices de preços domésticos, somado ao tom duro do comunicado da última ata do Copom, fez recuar em paralelo todos os vértices da curva de juros, à exceção do mais curto, indicando com isso a manutenção da taxa Selic por um período mais longo que o previsto no começo de março. O Ibovespa recuou 2,8% no mês, enquanto o Nasdaq e o S&P 500 avançaram ~6,4% e ~3,6%, respectivamente. O dólar recuou 3,3% frente ao Real, encerrando o mês na mínima do ano a R\$ 5,08 / US\$ 1,00.

Nos EUA, foram conhecidos os dados do CPI e do PPI referentes a fevereiro, o primeiro com 0,5% no núcleo (0,4% esperados) e 0,4% no índice cheio (em linha com o esperado), enquanto o segundo veio estável no núcleo (0,4% esperados) e negativo em 0,1% no índice cheio (0,3% esperados). Estes dados somaram-se aos do Payroll de fevereiro, que embora tenha mostrado criação de 311 mil vagas (contra 205 mil esperadas), vieram com aumento da taxa de desemprego de 3,4% para 3,6%, assim como da taxa de participação e um crescimento menor que o esperado nos rendimentos por hora trabalhada. Estes dados, em conjunto com o aperto das condições financeiras, levaram o Fed a elevar em apenas 25 pontos base as taxas de juros e sinalizar que o ciclo de altas estaria muito provavelmente próximo do fim.

Em relação à performance dos fundos administrados, na renda fixa observamos o fechamento de até 80 pontos base nos vértices mais longos da curva, resultando em “desinclinação” da curva de juros.



Assim, as posições pré-fixadas e de juro real foram beneficiadas, o que em conjunto com operações de arbitragem nos vértices longos da curva e inclinação de inflação implícita, resultaram em uma performance acima do benchmark.

Nos multimercados, apresentamos uma performance acima do benchmark pelo impacto do retorno positivo das carteiras de renda fixa, em que pese o desempenho negativo das carteiras de renda variável. Nestas, a carteira de large caps apresentou recuo de 3,9% no mês (contra recuo de 3,1% do benchmark), enquanto a carteira de small caps apresentou recuo de 4,1% no mês (contra recuo de 1,7% do benchmark). Os destaques positivos foram os setores de mineração & siderurgia e logística, enquanto os destaques negativos ficaram com os setores ligados a construção e telecom.

**Perspectivas para o mês de abril:**

No próximo mês, o foco dos investidores estará nos detalhes do próximo arcabouço fiscal e da reforma tributária a ser apresentada pela Fazenda, bem como para maiores definições quanto à política de preços do governo para a cadeia de petróleo e derivados, o que tem aumentado a aversão ao risco e trazido dúvidas quanto aos futuros investimentos no setor. Além disso, os investidores seguirão atentos à evolução da crise no sistema bancário e dos índices de preços nas economias avançadas e seus reflexos nos movimentos das autoridades monetárias, em busca de sinais de continuidade ou encerramento de seus ciclos de aperto monetário, bem como os riscos de desaceleração econômica/recessão.

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



## Meta Asset Management

O Meta Valor FIA atingiu desempenho de -6,57% versus -3,07% do IBX em março/23. No ano, a performance acumulada do fundo chega a -10,92%, enquanto a do IBX é de -7,27%.

Em março, o cenário seguiu negativo para o mercado acionário brasileiro, que refletiu mais fortemente as incertezas internas e, em menor medida, o aumento da aversão ao risco com os problemas bancários na Europa e Estados Unidos. O Fundo Meta Valor apresentou performance inferior ao IBX-100 no mês, decorrente principalmente do desempenho negativo de algumas ações dos segmentos de saúde e commodities.

As cotações das commodities não tiveram direção única em março. O minério de ferro Platts subiu 2,6%, puxado pela recuperação da economia chinesa. Por outro lado, o preço do petróleo recuou em função da crise bancária internacional, que poderia implicar uma redução da demanda global e uma sobreoferta do produto. Tanto as ações da Petrobras quanto as ações das junior companies apresentaram desempenho negativo no mês, afetadas pela queda da commodity e incertezas relacionadas ao closing dos ativos vendidos pela estatal. As ações das empresas de siderurgia e mineração, de uma forma geral, também apresentaram rentabilidade negativa no mês, apesar da alta do preço do minério.

Os setores de varejo e construção continuaram sendo penalizados pelo cenário macroeconômico desafiador e pela postura mais conservadora por parte do Banco Central. Devemos ter a visibilidade de expectativas a partir do segundo semestre, quando deveremos ter mais clareza a respeito do início do processo de queda nos juros básicos da economia. Dentro deste cenário, as empresas de varejo que destinam seus produtos para os consumidores classe A acabam tendo melhor desempenho.

Alguns bancos mostraram alguma resiliência e apresentaram uma queda menor do que o IBX-100. Ressaltamos a qualidade dos principais bancos brasileiros, que não apresentam nenhum problema de liquidez ou de risco insolvência além do aceitável, ao contrário do que vimos em alguns bancos no exterior.

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

Nossos próximos passos de gestão dependerão dos desdobramentos da crise bancária mundial e da aceitação do mercado sobre o novo arcabouço fiscal. Se houver uma maior visibilidade em relação à queda de taxa SELIC, iremos gradativamente tornando nossa carteira mais agressiva em termos de ações mais expostas à curva de juros (endividadas + fluxo de caixa com maior duration).



Porém, se houver piora externa e interna, adotaremos postura mais defensiva. Acreditamos que o mercado está entrando em um momento decisivo em termos de definição de direcional.

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





## Moat Capital

### Moat Capital Equity Hedge FIC FIM

- Exposição bruta: 152%
- Exposição líquida: 1,63% (Neutra)
- Destaques positivos: books financeiro, tech e infraestrutura
- Destaques negativos: books de petróleo, saúde e mineração/metalurgia

Os destaques positivos foram nos setores financeiro, tech e infraestrutura, já os destaques negativos para os setores de petróleo, saúde e mineração/metalurgia. O fundo encerrou o mês com exposição líquida neutra e exposição bruta de 152%. O fundo tinha uma posição vendida em Silicon Valley bank de 0,9% no dia 08/03, antes do anúncio que posteriormente levaria o banco a ser socorrido pelo FDIC.

### Moat Capital Long Bias FIC FIM

- Exposição bruta: 175%
- Exposição líquida: 32% (32% comprado em ações no Brasil e)
- Destaques positivos: book long and short Brasil e long and short macro (Índice x Índice)
- Destaques negativos: carteira comprada em ações Brasil e carteira comprada em índices

A exposição líquida do fundo oscilou entre 30% e 55%, encerrando o mês próximo de 32% (parcela composta por ações brasileiras). Os maiores detratores foram a carteira compradas em ações à vista e o Índice. O destaque positivo ficou para a estratégia long and short global e macro (relativo de Índices).

O fundo tinha uma posição vendida em Silicon Valley bank de 1,1% no dia 08/03, antes do anúncio que posteriormente levaria o banco a ser socorrido pelo FDIC

### Moat Capital FICFIA

- Reduzimos a exposição em caixa para patamares próximos aos históricos.
- Destaques positivos no mês: Ecorrodovias, Caixa Seguridade e Aliansce-Sonae / Destaques negativos no mês: Renner, 3R e Soma

Reduzimos a alocação em caixa para o mesmo patamar da média histórica, perto de 0%, estamos com maior alocação nos setores financeiro, petróleo, utilidade pública e varejo.



Os destaques positivos no mês foram Ecorrodovias, Caixa Seguridade e Aliansce-Sonae, já os negativos foram Renner, 3R e Soma.

**Perspectivas para o mês de abril:**

Cenário global

- Ativos ligados ao setor financeiro, principalmente bancos menores, com forte desvalorização devido a quebra do Silicon Valley Bank (SVB) e o Credit Suisse;
- Evento SVB fez com que os agentes revisassem para baixo o ciclo de aperto monetário do FED.

O mês de março trouxe dúvidas quanto a saúde do sistema financeiro global com a quebra do Silicon Valley Bank e a aquisição do Credit Suisse pelo UBS, orquestrada pelo Swiss National Bank. Esse cenário trouxe incertezas quanto ao patamar máximo das taxas de juros dos bancos centrais pelo mundo e fez com que o FED diminuísse o ritmo de subida para 25 bps.

Cenário Brasil

- Ativos seguem com prêmios bastante elevados em função das incertezas sobre a condução da política econômica;
- Arcabouço fiscal apresentado dividiu o mercado e não esclareceu todas as dúvidas quanto à sustentabilidade da relação Dívida/PIB

O controle da dívida pública foi novamente o grande fator que influenciou o preço dos ativos domésticos. A apresentação do arcabouço fiscal no final do mês dividiu a opinião do mercado sobrando muitas dúvidas sobre como a arrecadação do Estado irá aumentar e quais setores ou empresas serão mais afetados.

Mercado de Ações

O Ibovespa encerrou o mês com retorno de -2,91% com destaque negativo para as ações mais sensíveis aos juros.

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



## Módulo Capital

No mês de março, o Ibovespa sofreu desvalorização, desassociando-se das principais bolsas mundiais, que tiveram um mês de recuperação. A crise nos bancos regionais dos EUA e a venda forçada do Credit Suisse para o UBS afetaram as expectativas do mercado, que variaram entre um leve aumento dos juros, o fim do aperto monetário ou uma reversão do ciclo pelos bancos centrais, especialmente pelo FED. As ações de tecnologia foram impulsionadas pelo fechamento das taxas longas de juros americanas, com o Nasdaq subindo mais de 6% (US\$) no mês. No Brasil, o anúncio do novo arcabouço fiscal gerou várias dúvidas quanto às premissas otimistas para a entrega dos superávits fiscais definidos e sua dependência do aumento da arrecadação de impostos para fechar a conta. A tramitação do projeto no congresso será acompanhada de perto, com possíveis alterações.

Os fundos tiveram desvalorização em linha com o Ibovespa, com Equatorial, Hidrovias e Mercado Livre contribuindo positivamente e Hapvida, PetroRecôncavo e Tupy como detratores.

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

Continuamos atentos ao detalhamento do novo arcabouço fiscal e sua tramitação no congresso, buscando oportunidades e confiando na composição e diversificação do nosso portfólio para enfrentar um ambiente de incerteza. Mantemos uma exposição significativa em commodities, utilidades públicas e financeiros diversos.

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



## Mongeral Aegon Investimentos

**Renda Fixa:** No Brasil, o tom firme do COPOM, após a decisão de manter a Selic inalterada em 13,75%, promoveu um ajuste importante na curva de juros com redução das inclinações. Mercado de juros sofreu forte ajuste na ponta curta, promovendo uma diminuição das inclinações, principalmente entre os vértices de curto e médio prazo após a ATA do COPOM reafirmar seu compromisso com o processo de desinflação. O real obteve boa performance no mês com valorização de 3,42%, ficando entre os principais destaques frente a seus pares emergentes. Neste cenário, os índices IMA-B, IRF-M e CDI apresentaram retorno de 2,66%, 2,15% e 1,17% respectivamente no mês.

**Inflação:** O mês foi marcado por muita volatilidade após os eventos ocorridos no setor financeiro americano e europeu, elevando as incertezas quanto à condução da política monetária das grandes economias. Internamente, a decisão pela manutenção da taxa Selic e o posicionamento do BC quanto ao seu compromisso com o processo de desinflação resultou em uma redução das inclinações, beneficiando as posições mais longas. A apresentação do novo arcabouço ainda não foi suficiente para reverter o cenário de ceticismo fiscal, dadas as várias incertezas a respeito dos meios de arrecadação, o que gerou a percepção de que a proposta não é crível e não será capaz de cumprir o objetivo de colocar a dívida em uma dinâmica sustentável. Neste cenário, seguimos mantendo a "duration" do portfólio um pouco mais curta que a do benchmark.

**Multimercados:** O mês de março foi marcado pelo aumento das incertezas geradas após os eventos ocorridos com o SVB (Silicon Valley Bank) e CS (Credit Suisse), resultando em um cenário ainda mais desafiador para a condução de políticas monetárias mundo a fora, fazendo com que o FED reduzisse o "pace" da alta de juros apesar do mercado de trabalho aquecido e inflação persistente. Internamente o COPOM decidiu manter a taxa de juros estável em 13,75% apesar da deterioração do mercado de crédito e pressões políticas para que o BCB inicie os cortes de juros. A crise do mercado de crédito e o atual nível de taxas de juros segue gerando preocupações com crescimento econômico e seus efeitos sobre as empresas. Nos EUA, apesar da crise financeira que resultou na quebra de bancos, o S&P terminou o mês com alta de 3,51% frente a expectativa de uma atuação menos restritiva por parte do FED. A moeda americana tem recuo no fechamento do mês em 2,99%.



Crédito: O cenário já bastante conturbado no mercado de crédito aqui no Brasil, desde o evento Americanas, ganhou contornos ainda piores após eventos de liquidez levarem dois bancos americanos a quebrar, sendo necessário a intervenção do governo americano para conter uma corrida de saques que poderia transformar esse evento em uma crise bancária sem precedentes, além do tradicional banco Credit Suisse que acabou comprado por seu maior concorrente, o UBS, após um acordo costurado entre as partes pelo banco central da Suíça afim de reestabelecer a confiança em seu sistema bancário. Esses eventos somados mantiveram o nível elevado de aversão ao risco de crédito local resultando em mais um mês de resgate líquido na indústria de fundos de crédito, praticamente inviabilizando o mercado primário para muitos emissores, porque apenas de poucos ainda tivemos algumas emissões, e levando o mercado secundário a ficar majoritariamente vendedor. Consequentemente tivemos novamente uma abertura forte nos spreads de crédito que saltaram mais de 30bps no mês, penalizando bastante a cota dos fundos. Mais uma vez, a parcela alocada em crédito corporativo foi o único detrator de rentabilidade do fundo, com destaque para as debêntures de Light, que mais uma vez tiveram grande desvalorização. Apesar do desempenho em linha nas estratégias de crédito bancário e crédito estruturado, que representam respectivamente 32% e 5%, não foram capazes de cobrir as perdas na estratégia de crédito corporativo e superar o benchmark, levando o fundo a encerrar o mês, apesar do retorno positivo, abaixo do CDI. Seguimos realizando trocas de posição na carteira em busca de ativos que ofereçam uma melhor relação entre a qualidade de crédito, a duration e a taxa de remuneração, com diversificação entre segmentos e emissores. O fundo segue com sua carteira bem diversificada entre créditos bancários e corporativos de emissores high grade, com solidez e excelente capacidade de pagamento, se beneficiando do nível de carregamento dos ativos com uma duration adequada. Nessa primeira classe, buscamos bancos com carteiras de clientes menos sensíveis, objetivando uma maior estabilidade para a carteira. Já nos corporativos, uma maior diversificação entre segmentos e emissores, com objetivo de não ficar com exposição relevante em nenhum setor.

Bolsa: Março foi mais um mês de alta volatilidade para o mercado de ações locais. O nível de ruídos vindos do atual governo em relação pauta econômica e o tom mais duro do Banco Central acabaram impactando negativamente o mercado de ações local, com o índice Ibovespa terminando o mês com uma desvalorização de -2,91%, acumulando uma queda de -7,15% no ano. A performance só não foi mais negativa por conta da apresentação do tão esperado Arcabouço Fiscal, que acabou gerando uma recuperação nos ativos no final do mês.



Apesar de existirem inúmeras questões em relação às projeções e parâmetros otimistas do governo, a apresentação de uma regra menos frouxa do que era temida por alguns participantes do mercado serviu para estancar temporariamente o ciclo negativo de notícias e ruídos vindo do governo. Quanto tempo irá durar essa trégua, dependerá não apenas do formato e detalhes do texto final da regra, como da execução das medidas necessárias para reequilibrar as contas do lado da receita - algo que parece desafiador por conta dos interesses e lobbies instalados e a atual composição do Congresso. Em relação aos fundos MAG, tivemos um desempenho superior ao benchmark por conta de uma alocação underweight em Commodities.

Investimento no Exterior: O grau de risco da taxa de juros foi gerenciado ativamente após dados de inflação mais firmes e notícias sobre o SVB. A gestão ativa foi benéfica, pois os rendimentos diminuíram durante o período. A preferência pelo risco da taxa de juros dos EUA foi positiva, dado que os títulos do Tesouro superaram o desempenho de outros mercados. O desempenho superior dos títulos de curto prazo foi positivo por meio da posição de inclinação da curva de 5 anos vs 30 anos nos EUA. A nova posição em títulos do governo da Nova Zelândia agregou valor como alternativa a outros mercados. O impulso nos spreads de crédito foi um obstáculo. A preferência por empresas financeiras em detrimento às não financeiras foi prejudicada pelo baixo desempenho da dívida bancária. A dívida bancária subordinada teve perdas após decisão do Credit Suisse de reduzir seus títulos AT1 para zero – embora sem exposição direta, a decisão teve efeito negativo no setor. Para compensar o impacto compramos proteção CDS adicional. Com os spreads abrindo após notícia do Credit Suisse, reduzimos o nível de proteção. O uso ativo da proteção foi benéfico, mas não foi capaz de mitigar o impacto dos spreads de crédito gerais mais amplos. O risco de taxa de juros está concentrado nos EUA e Reino Unido onde temos maior confiança que os BCs devem encerrar os ciclos de alta nos próximos meses. A exposição ao mercado da Nova Zelândia reflete a visão de que o grau de aumentos de taxa esperados pode ter dificuldades para se concretizar. Temos alocação em duration europeia e posição curta em futuros de títulos japoneses para nos proteger de surpresas na política do BoJ. Nosso viés é de que as curvas de rendimento se inclinem nos EUA e Alemanha entre 5 e 30 anos. O recente aumento dos spreads de crédito contribuiu para a atratividade de longo prazo dos títulos corporativos. Optamos por diminuir o grau de risco em nossa alocação HY.

Apesar de um mês mais fraco, tivemos movimentos positivos no portfólio. Certara, Amplifon e NVIDIA foram as posições de destaque. Do lado contrário, First Republic Bank que foi apanhado pelas consequências da falência do Silicon Valley Bank custou ao fundo cerca de 100 bps de desempenho relativo.



Os investidores rapidamente traçaram paralelos entre os bancos, dadas semelhanças no foco regional, base de clientes de alto patrimônio líquido e risco de fuga de depósitos. Embora houvesse diferenças importantes entre eles, saímos da posição imediatamente após a divulgação das notícias do SVB. Embora não tenha sido suficiente para evitar o impacto no desempenho, nossa ação garantiu que o impacto não fosse mais severo, pois as ações passaram a registrar fortes quedas após nossa venda. Endava e Icon também prejudicaram, embora não houvesse notícias relevantes sobre as empresas e destacamos os resultados sólidos que esta última divulgou no mês anterior. Por fim, embora o salto em nomes de tecnologia mega caps seja um consolo para muitos investidores após um tórrido 2022, ele forneceu um obstáculo para nossa estratégia, dado nosso peso significativamente menor nessa área. Vendemos Plug Power. Investimos na ação há 4 anos e agora ela é negociada a múltiplos do preço pelo qual compramos. Estávamos preocupados com a taxa atual de consumo de caixa à medida que a empresa se expandia em ritmo acelerado e estamos conscientes de que o ambiente atual é ruim para empresas que precisam de capital. Iniciamos posição na Terna, operadora de rede elétrica italiana. Acreditamos que ela oferecerá crescimento estável e se adequará ao objetivo de diversificar ainda mais as fontes de risco e retorno no portfólio. Vimos uma reversão nas tendências que lideraram os mercados em 2022, com uma recuperação nas ações de crescimento o que significa que as condições agora são muito mais favoráveis para as empresas de crescimento sustentável que estão no centro de nosso portfólio.

**Perspectivas para o mês de abril:**

No ambiente externo, os indicadores econômicos das maiores economias seguem sem grandes prospecções de recessão, observa-se apenas uma desaceleração da atividade no horizonte mais curto enquanto a inflação permanece em patamares elevados. O receio por uma recessão se deu por estresse financeiro, devido à quebra de bancos regionais nos EUA e dificuldades em instituições tradicionais na Europa. A possibilidade de crise bancária colocou em dúvida a manutenção do ciclo de alta de juros.

Nos EUA, a quebra do Silicon Valley Bank tornou os EUA o ponto central de preocupação no cenário de estresse bancário. Diante esse cenário, houve a expectativa de um posicionamento mais dovish do FED, através de uma manutenção dos juros ou mesmo um corte. Entretanto, o FED entregou o que era inicialmente esperado, uma alta de 25 pontos. Jerome Powell demonstrou que os eventos ocorridos no mês são relevantes, porém não poderiam interferir no ciclo de alta em curso, perseguindo uma estabilidade dos preços. Neste sentido e com os dados disponíveis até o momento, é esperada nova alta de juros na mesma magnitude.



Na Europa, o estresse financeiro também teve grande relevância no cenário global, devido ao anúncio do Credit Suisse de que enfrentava dificuldades financeiras. Mesmo instituições europeias intervindo e afastando a possibilidade de crise no sistema financeiro, as expectativas de elevação das taxas de juros foram alteradas para redução do aumento de 50 pontos para 25 pontos ou mesmo manutenção. Porém, a presidente do BCE, Christine Lagarde, anunciou um aumento de 50 pontos da taxa de juros e afirmou que o sistema bancário é sólido. Assim como Powell, foi enfática na perseguição da meta de inflação, o que nos leva a acreditar em mais uma alta de 50 pontos no próximo encontro caso não haja um arrefecimento nos dados de atividade.

Na China, os indicadores de atividade econômica mostraram recuperação da economia, o PMI industrial veio acima do esperado e de serviços atingiu maior patamar desde 2011. Recentemente acompanhamos dois importantes eventos no país: o Congresso Nacional do Povo e a Conferência Consultiva Política do Povo Chinês. Nestes encontros, ficaram claras algumas mensagens importantes como a volta do foco para a economia após política de Covid-Zero, objetivo de incremento do PIB, retomada de investimentos em infraestrutura e aumento do orçamento para Defesa.

No campo doméstico, a divulgação da nova regra fiscal, que irá substituir o teto de gastos, e a mensagem do COPOM quando ao seu compromisso com o processo de desinflação foram os grandes destaques do mês. As expectativas sobre a apresentação do novo arcabouço eram grandes, já que o Banco Central apontava que esta ferramenta seria de extrema importância para alteração do ciclo de aperto monetário, que tem sofrido ofensivas do governo visando a queda da taxa de juros. O projeto apresentado estabelece que os gastos do governo terão crescimento real, em uma banda, em função do crescimento da receita. E é estabelecida uma banda para a trajetória de resultado primário para os próximos anos.





A proposta ainda possui detalhes pendentes e precisa ser encaminhada e aprovada pelo Congresso. Inicialmente foi bem recebida pelo mercado promovendo boa performance para os ativos de risco. Porém, as expectativas positivas foram freadas pelo fato de o arcabouço apostar no aumento de receitas sem mencionar corte nas despesas. Como alternativa, foi levantada a possibilidade de o governo mirar no aumento da arrecadação via elevação da tributação. Fernando Haddad afirmou que tal elevação não ocorrerá e que o aumento da arrecadação se dará pela otimização da arrecadação já existente e renegociação de subsídios. Mesmo dessa forma, o mercado seguiu preocupado com a possibilidade de aumento da carga tributária.

**MAG Inflação Alocação Dinâmica FIRF LP / MAG FIC FIA / MAG FIRF CP LP / MAG Multiestratégia FIM / MAG FIRF / MAG Macro FIC FIM / MAG TOP FIC FI RF CP LP / MAG FIA / MAG Global Sustainable FIC FIM IE / MAG Strategy FIM**



## Nextep Investimentos

Os fundos da Nextep começaram o ano com uma boa performance. Nossos fundos não são hedgeados, portanto, sofrem influência da variação do dólar. De um ponto de vista de gestão de portfólio, olhamos para a performance em dólares para avaliar nossos investimentos. No primeiro trimestre do ano, os fundos NEXTEP FIA e NEXTEP PG BDR Nível I renderam, respectivamente, 9,93% e 9,48% em dólar (5,55% e 5,12% em reais)

Neste trimestre, a maior alteração no nosso portfólio foi a redução da posição em GE. Como falamos no último relatório, a companhia completou a primeira parte de seu plano de se separar em três empresas: o spin-off de GE Healthcare em janeiro. Desde então, o preço da ação da companhia que hoje combina os negócios de Aviação e Energia subiu por volta de 45% no ano.

Por um lado, isso significa a concretização parcial de nosso case, pelo qual fomos recompensados. O mercado agora parece reconhecer as mudanças estruturais promovidas pelo CEO Larry Culp. Por outro lado, essa esticada de preço nos deixou desconfortáveis em manter uma posição tão grande.

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

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 suas ações.

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

### **Nextep Global Equities FIA IE / Nextep Global Equities PG FIC FIA BDR Nível I**



## Norte Asset Management

O mês foi marcado por forte preocupação em relação ao sistema bancário, tanto nos Estados Unidos quanto na Europa. No entanto, a rápida reação dos agentes reguladores em ambas as regiões mitigou o risco de problemas sistêmicos. Além disso, esse aperto de condições financeiras resultou em menor expectativa de alta de juros pelos Bancos Centrais, o que possibilitou performance positiva de importantes Bolsas globais, apesar da elevada volatilidade no mês. A Bolsa local, no entanto, apresentou queda devido às incertezas em relação à política fiscal que será adotada.

O Norte Long Bias encerrou março com performance negativa de 3,06%, versus -2,91% do Ibovespa e 1,29% do benchmark. No segundo mês consecutivo de queda da bolsa local, destacaram-se positivamente no portfólio as ações ligadas aos setores de saúde, aéreas, saneamento básico e energia elétrica, enquanto os destaques negativos foram os papéis atrelados a consumo discricionário, alimentos & bebidas e petróleo. A carteira de ações offshore adicionou ganhos com posições em empresas de tecnologia e cyber segurança. O book macro também obteve lucro com posições de valor relativo em juros. No ano, o fundo acumula rentabilidade negativa de 3,55%, versus -7,16% do Ibovespa e 3,67% do benchmark.

### Perspectivas para o mês de abril:

Iniciamos o mês de abril com estratégia similar ao que temos adotado desde o final do ano passado pós eleição. A exposição líquida permanece em patamares mais baixos do que o ponto neutro de 70%, e o gross exposure em torno de 200% devido a um número superior de operações de valor relativo que estamos praticando e maior exposição do book tático. Setorialmente, ampliamos a exposição em commodities, crescimento doméstico e bancos. Por outro lado, reduzimos posições na margem em setores defensivos e relacionados a juros. Aumentamos o gross da carteira de ações offshore através de papéis ligados à tecnologia nos estados unidos e consumo na Europa contra alguns hedges. No book de juros, seguimos com posição tomada na treasury americana e aplicados em juros no Brasil. O livro de moedas se encontra comprado em peso mexicano contra o dólar estadunidense.

**Norte Long Bias FIC FIM / Norte Institucional FIC FIA / Norte Long Only FIC FIA**



## Novus Capital

Os fundos apresentaram perdas em renda fixa, bolsa e moedas. No cenário internacional, apesar da maior parte dos dados de inflação, mercado de trabalho e atividade terem seguido indicando necessidade de continuidade do aperto da política monetária, a falência de alguns bancos regionais americanos trouxe preocupação com a estabilidade financeira e influência recessiva de uma possível contração de crédito. Importantes autoridades monetárias, como o Fed, ECB e BoE, elevaram a taxa de juros, e reforçaram a segregação entre instrumentos utilizados visando estabilidade de preços e estabilidade financeira. No Brasil, o principal evento do mês foi a divulgação do novo arcabouço fiscal, que estava sendo amplamente aguardado pelo mercado. Além disso, o BCB manteve a taxa de juros inalterada, destacando que não há expectativa de convergência da inflação e pontuando os acontecimentos que possibilitariam redução da Selic. Ainda não foram indicados os novos nomes para a diretoria da entidade.

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

No exterior, encerramos parte das posições para capturar o aperto das condições financeiras americanas, mantendo a compra de inflação curta e a venda de bolsa. No Brasil, mantivemos as compras de inclinação da curva de juros e uma compra de opções visando cortes no segundo semestre do ano. Em bolsa, seguimos atuando taticamente, com viés pessimista.

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



## Occam Brasil

Nesse último mês, observamos uma elevação expressiva da volatilidade da renda fixa global. As reverberações da crise de crédito nos EUA levaram os mercados a precificar uma recessão iminente na economia americana. No mercado local, avançamos na questão do desenho do novo arcabouço fiscal. Em relação à política monetária, o Copom continuou a adotar um discurso duro e, ainda que reconheça as sinalizações sobre a política fiscal, revela uma preocupação com a política parafiscal e indica que o trabalho de combate à inflação demandará persistência. Nas bolsas, após perder os 100.000 pontos, o Ibovespa recuperou este patamar no final do mês, mas não evitou uma queda no período (-2,9% em março). Do lado externo, aumentamos posições relativas, também sem exposição direcional, focado em tecnologia e financeiro não-bancário.

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

No mundo, vemos um ambiente negativo para risco e desafios na frente inflacionária. Portanto, estamos gerindo o portfólio com posições relativas em países selecionados sem nenhum viés direcional. No Brasil, a ausência de sinais mais robustos na direção de uma consolidação fiscal dificultará o trabalho do Banco Central de reancorar as expectativas de inflação. Desta forma, ainda não vemos condições que permitam iniciar um processo de corte juros de maneira sustentável. Seguimos com um portfólio vendido em Brasil através de posições tomadas em juros e vendas no Real. Diversas empresas deverão ser impactadas em um momento que o volume negociado da bolsa brasileira está muito baixo. Nossa carteira de ações, composta por papéis de bastante liquidez, nos permite grande dinamismo neste cenário.

**Occam Crédito Corporativo 30 FIC RF CP LP / Occam FI Cambial / Occam Equity Hedge FIC FIM / Occam FIC FIA / Occam Institucional FIC FIM II / Occam Retorno Absoluto FIC FIM / Occam Long Short Plus FIC FIM**



## Octante Gestão de Recursos

Março foi um mês com intensa volatilidade nos ativos financeiros, após ruínas do Silicon Valley Bank (SVB), do Signature Bank e do Credit Suisse, e discussão sobre o quão restritiva já está política monetária atual dos principais bancos centrais. A quebra do SVB e do Signature Bank foi prontamente respondida pelo Fed, garantindo os depósitos da instituição, enquanto o Credit Suisse acabou sendo comprado pelo UBS, com auxílio e garantias do Governo Suíço. As medidas macroprudenciais dos governos dirimiram os riscos dos mercados e também suscitaram dúvidas quanto à condução das políticas monetárias pelos principais bancos centrais.

No mês, a curva de juros americana teve um distensionamento, com o vértice de 2 anos fechando de 4,82% para 4,02% e o de 10 anos, de 3,92% para 3,47%. Tal movimento mais intenso na ponta curta infere que o ajuste na curva se deu por menor necessidade de aumento de juros no curto prazo, por parte do Fed. No mercado de renda fixa, o risco país do Brasil (CDS de 5 anos) se manteve praticamente estável, indo de 232 pb para 229 pb, o spread do índice de bonds corporativos da América Latina, compilado pela Bloomberg, abriu 36 pb, indo de 417 pb para 453 pb e o spread dos títulos americanos de alto rendimento dos EUA (US High Yield) ficou estável em 463 pb. O DXY (Dólar Index - cesta de moedas contra do dólar americano) desvalorizou 2,3% e BRL valorizou 3,3%. As bolsas tiveram forte alta durante o mês: Nasdaq de 6,7%, S&P 500 3,5%, enquanto Ibovespa teve queda de 2,9% no mês. O benchmark de volatilidade do S&P 500 (VIX) teve queda, de 20,70 para 18,70.

Nos Estados Unidos, o colapso do SVB foi a grande surpresa, provocado pelos juros mais altos e por uma onda de saques, que, em certo momento, não podia mais ser cumprida pela instituição. Para suprimir qualquer risco sistêmico, o FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation – análogo ao FGC no Brasil) garantiu qualquer depósito até US\$ 250 mil, e o Fed agiu de imediato, anunciando uma nova linha de empréstimo de emergência e frisou que está “preparado para lidar com quaisquer pressões de liquidez que possam surgir”. Além disso, continuou o roteiro anterior, sem alterações, elevando os juros em 0,25%, em linha com consenso. Do lado da atividade, a inflação vem desacelerando, chegando a 6,0% a/a, enquanto núcleo ficou em 5,5% a/a. Essa dualidade entre política monetária restringindo crédito e atividade, vis-à-vis uma inflação ainda acima da meta, vem prejudicando a definição do cenário, com a narrativa de possível recessão ganhando força durante o mês.



Na Europa, a quebra do Credit Suisse, que acabou sendo absorvido pelo UBS, com auxílio do governo suíço, foi o grande acontecimento. Assim como nos EUA, o BCE e Swiss National Bank continuaram o processo de elevação de juros, sem alteração de rota, mantendo discurso de combate à inflação. Na China, os dados de atividade continuam a surpreender. Leitura dos PMIs, principalmente os de serviços, que estão nas máximas históricas, registrando 58,2 pontos, frente a um consenso de 55,0 pontos.

No Brasil, o arcabouço fiscal foi anunciado, ainda pendente de mais detalhes, e propõe limitação de despesas a 70% da arrecadação. A primeira impressão do mercado foi positiva, por despesas crescerem menos que receita, porém, ao digerir a informação, entendeu-se que seria necessário um ajuste de R\$ 100-120 bi para que a estimativa de déficit para 2023 anunciada pelo arcabouço fosse cumprida. Com foco em reonerações e corrigir distorções tributárias, o governo pretende ajustar esse déficit via aumento de arrecadação, e não em corte de despesas, o que seria mais saudável. Assim, a conclusão final é que o ajuste se dará no longo prazo, se faz necessário um crescimento de PIB acima de 1,5% para o superávit ser suficiente para estabilizar dívida, e o Governo carece de pistas sobre as medidas factíveis para corrigir esse buraco de R\$ 100-120 bi.

O fundo está com sua duration consolidada em 5,0 anos e uma carteira de bonds com yield médio de 8,44% em dólares. As maiores posições do fundo são: Brasil (soberano), Banco do Brasil, Cosan, Suzano e Tupy.

**Perspectivas para o mês de abril:**

Esperamos a continuação do abrandamento da curva de juros americana, com uma visão mais leniente dos Bancos Centrais frente à inflação, principalmente após todas as consequências recentes do aumento dos juros. 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 por posições em juros nos US. As posições em bolsas e juros nacionais, por sua vez, foram os principais detratores de performance.

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

Apesar do cenário ainda incerto, iniciamos um processo gradual de aumento da utilização de risco em função da definição de importantes eventos que diminuiram na margem a falta de previsibilidade. A partir do último FOMC, passamos a atuar com um viés aplicado nos juros curtos americanos. No câmbio, viramos a mão no Dólar passando a carregar posições vendidas especialmente contra a Coroa Norueguesa e o Yen. Estamos vendidos em Euro Stoxx por observar uma postura mais dura por parte do Banco Central Europeu no combate à inflação, além de tomados no juro no Reino Unido. Olhando para Brasil, estamos posicionados de maneira aplicada na parte curta da curva, além de possuímos uma posição comprada em uma cesta de ações de qualidade no país e estarmos taticamente vendidos no Real contra o Dólar.

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





## Organon Capital

Em março, tivemos um retorno de -1.6% (vs. 1.4% do IPCA+5% e -2.9% do Ibovespa), com contribuições positivas dos setores de Serviços Diversos (+1.5% de retorno) e Exploração de Imóveis (+0.9% de retorno), contrapondo detratores nos setores de Educação (-1.5% de retorno), Computadores e Equipamentos (-1.1% de retorno) e Saúde (-0.8% de retorno). Ações brasileiras refletiram um ambiente externo volátil marcado por intervenções em bancos regionais norte-americanos. No cenário doméstico, a indefinição sobre o novo arcabouço fiscal, discussões sobre a sustentabilidade da taxa de juros básica e uma nova onda de pedidos de recuperação judicial de grandes empresas acabaram afetando negativamente o mercado. O Ibovespa terminou março em queda de aproximadamente 2.9%, seguindo principalmente a performance das empresas de commodities minerais e petrolíferas.

O fundo fechou o mês apresentando uma queda abaixo tanto do SMLL (-1.7% no mês) quanto do IBOV (-2.9% no mês). A performance mensal pode ser atribuída principalmente às nossas posições em Valid (+7.3% no mês) e Marcopolo (+3.5% no mês). Entre as posições detratoras no mês, podemos citar Ânima (-21.3% no mês) e Tupy (-10.8% no mês).

Destacamos nosso investimento em Valid. A companhia reportou sólidos resultados no dia 08 de março. Na divisão de identificação, a companhia registrou a emissão de 6.9m de documentos no 4T22 e 26.4m de documentos em 2022. Esses números marcam uma recuperação da volumetria para níveis pré-pandemia, puxada pela normalização das operações e obtenção de novos contratos (emissão de RGs em três novos estados). Dada a diluição de custos fixos com a maior volumetria e otimizações expressivas na operação, a companhia registrou um aumento de margem no segmento durante o último trimestre do ano (margem EBITDA de 38,7% - nível que não era atingido desde 2018).

Os segmentos de pagamentos (produção de cartões de crédito) e mobile (venda de SIM Cards) também continuaram apresentando dinâmicas favoráveis, contribuindo para a forte geração de caixa operacional. Além disso, a companhia recebeu parte dos recursos da venda de sua unidade nos EUA. Esses dois fatores levaram a uma redução de aproximadamente BRL 190m na dívida líquida consolidada no 4T22, colocando a Valid em um patamar bastante confortável de alavancagem (0.6x Dívida Líquida / EBITDA) e que deve cair ainda mais com o recebimento da parcela de ajuste de capital de giro do deal ainda no 1º semestre de 2023.



No ano, nossa rentabilidade é de -1.1% (vs. 3.4% do IPCA+5% e -7.2% do Ibovespa). Analisando um histórico maior, nosso retorno absoluto foi de 976.6% desde fevereiro de 2013 (vs. 79.7% do Ibovespa), equivalente a um retorno anualizado de 26.4% (vs. 11.2% do IPCA+5% e 5.9% do Ibovespa).

**Perspectivas para o mês de abril:**

Estamos hoje 98.1% investidos em ações, com exposições principalmente nos setores de: i) bens industriais, com 26.0%; ii) serviços, com 19.2%; e iii) exploração de imóveis, com 12.1%. Em abril, continuamos enxergando um cenário complexo associado a um mercado internacional volátil, especialmente em relação às expectativas de curto prazo sobre as economias norte-americana e chinesa. No ambiente doméstico, esclarecimentos sobre o novo arcabouço fiscal e avanços esperados no andamento das propostas de reforma tributária devem se manter no radar do mercado.

Em relação a exposições específicas, temos 88% 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 Estados Unidos, o mês foi marcado pelo estresse no sistema bancário, o que mexeu com o esperado relativo à abordagem do FED quanto ao futuro da política monetária, de forma que o mercado chegou a considerar uma pausa nos aumentos e até cortes relevantes nas taxas de juros ainda para este ano. Na reunião de março, no entanto, o FOMC aumentou as taxas para 4,75-5%, sinalizando que os eventos no sistema bancário devem resultar em condições de crédito mais apertadas, o que deve impactar na atividade de forma similar a um aumento nas taxas de juros. Os dados de atividade seguem indicando demanda resiliente e mercado de trabalho aquecido, o que, somados aos dados de inflação ainda fortes, apontam para uma conjuntura em que o FOMC encerra o ciclo de aumentos com a taxa em 5-5,25%.

Na Europa, as tensões no sistema bancário elevaram incertezas quanto ao ciclo de apertos do ECB. Em um cenário onde o mercado de trabalho segue aquecido e os dados de atividade seguem sólidos, ao mesmo tempo que a inflação subjacente segue alta e persistente, esperamos que o ECB continue elevando suas taxas de juros a fim de limitar a atividade e aliviar as pressões sobre os preços. Esperamos que o ciclo de aumentos chegue ao fim com a taxa de juros em 3,5%, considerando que o aperto nas condições de crédito proveniente do estresse no sistema bancário afetará a atividade.

Na China, os dados de atividade de março e dados de alta frequência seguem indicando crescimento sólido e acelerado com a reabertura. Na reunião anual das “Duas Sessões” do governo chinês, que ocorre em março de cada ano, a meta de crescimento para o PIB ficou definida como “em torno de 5%”, abaixo dos 5,5% definidos para 2022, acreditamos que a meta definida representa um crescimento robusto e factível.

No Brasil, a atividade surpreendeu para cima no mês, com dados mais fortes do mercado de trabalho e a perspectiva positiva das confianças. O movimento, entretanto, ainda não se revelou sólido o suficiente para alterar a perspectiva de uma desaceleração iminente na economia diante da expectativa da manutenção dos juros em seu patamar atual, reforçada pela comunicação “hawk” do COPOM, e do repique inflacionário esperado no segundo semestre devido às reoperações estaduais e federais. Por fim, no campo político, o debate no mês se deu muito em torno do arcabouço fiscal apresentado por Haddad, sua credibilidade e capacidade de fazer a dívida pública convergir. A dúvida que permanece é em relação à elevação na receita de mais de R\$100 bilhões que o ministro precisa realizar.



**Perspectivas para o mês de abril:**

No fundo Macro, no mercado doméstico nossas principais posições foram compradas em dólar contra real e vendidas no IBOV, esperando uma subsequente piora da combinação de políticas econômicas e incerteza institucional. No internacional operamos vendidos em S&P, resultado de uma expectativa de deterioração da economia americana.

**Pacífico Macro FIC FIM**



## Parcitas Investimentos

### Comentário Mensal – Março 2023

O fundo Parcitas Hedge FIC FIM encerrou o mês de março com o resultado de 3.15% (268% do CDI), acumulando 6.60% no ano (203% do CDI).

As principais contribuições estão em torno dos eventos que marcaram o mês.

#### Mundo

O mês de março foi marcado pelo colapso dos bancos SVB Financial e Signature Bank nos EUA e pela queda vertiginosa do valor de mercado do banco suíço, Credit Suisse, que acabou sendo comprado pelo rival, UBS, com o suporte do SNB, o banco central da Suíça. Esses eventos desencadearam uma crise de confiança no sistema bancário global, levando a uma forte reprecificação dos ativos financeiros, em particular da curva de juros americana, que chegou a precificar 5,75% de taxa de Fed Fund terminal, encerrando o mês com uma precificação inferior a 5,0%. Vale notar que as autoridades dos respectivos países, EUA e Suíça, atuaram de forma rápida e forte a fim de evitar uma crise bancária mais ampla e assim, os mercados acionários recuperaram-se rapidamente.

Após este evento a dúvida que fica é: chegamos ao limite do ciclo de aperto monetário, uma vez que o sistema bancário foi colocado em cheque? Ou foi algo mais localizado, concentrado em alguns poucos bancos cuja gestão foi questionada, de modo que a economia siga aquecida, com o mercado de trabalho ainda apertado, a inflação resiliente, sendo necessária a continuidade do aperto monetário por mais tempo?

Dito isso, o fundo está posicionado para um ajuste maior na economia e nos mercados de ações. Assim, mantemos uma exposição líquida vendida na bolsa americana: seguimos comprados em ações de algumas empresas do setor de tecnologia e vendidos no índice SPX500. Também estamos com posição aplicada na treasury 10y (dez anos), já que o risco de recessão parece ter aumentado como consequência da crise bancária, que deveria afetar a confiança e a concessão de crédito nos próximos meses. No entanto, como ainda não sabemos se foi apenas um susto e se os BCs globais continuarão com o ciclo de aperto monetário por mais tempo, também estamos posicionados para uma eventual abertura da curva curta de juros dos EUA, caso o Fed continue a subir os juros por mais tempo.



## Brasil

No Brasil, o arcabouço fiscal foi o destaque. Após finalmente ser apresentado, o mercado reagiu de forma positiva, talvez porque tenham-se diminuído as incertezas existentes. No entanto, na nossa leitura, o desafio fiscal para estabilizar a dívida PIB ainda é bastante grande e deverá ser questionado ao longo do mandato do novo governo.

A curva de juros de brasileira seguiu o movimento das taxas globais, mesmo com o BACEN se demonstrando preocupado com as expectativas de inflação e sinalizando que um eventual afrouxamento monetário ainda está distante.

Acreditamos no ciclo de corte de juros no Brasil, porém não de imediato, uma vez que as expectativas de inflação seguem muito desancoradas. Para poder proceder com cortes nos juros, o BACEN precisa antes acompanhar como as expectativas de inflação reagirão ao novo arcabouço fiscal, e se a meta de inflação definida pelo CMN será ou não alterada. Caso mantida, o ciclo de afrouxamento monetário ainda estaria distante.

Seguimos com o fundo posicionado em valor relativo (vendido em bolsa brasileira e comprado em real), pelo carregamento elevado da posição, e por ela se beneficiar de um cenário externo favorável para a moeda brasileira, ao passo que o cenário interno demonstra-se bastante desafiador para a bolsa. Também iniciamos uma posição tomada na inclinação da curva de juros brasileira, porém ainda pequena, dados os níveis de preços e o fato de ainda estarmos distantes do início do corte

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

Expectativa com a evolução da nova política fiscal no país e política monetária global.

### **Parcitas Hedge FIC FIM**



## Pátria Investimentos

No mês de março, as posições Core que contribuíram positivamente para o fundo foram Ultrapar +1.1%, Tenda +0.3 e CVC +0.2, enquanto os principais detratores foram Localiza -1.2% e Qualicorp -0.9% e Alper -0.7%. Entre os eventos relevantes do último mês, destacamos o acordo de reperfilamento da dívida da CVC com seus debenturistas e a evolução positiva dos resultados econômicos da TENDA. No primeiro tópico, a valor total da operação chega até mais de R\$ 900 mm a um custo total de CDI+7% ano ano, com garantias de cerca de 13.3% da dívida em recebíveis. O acordo mitiga um importante risco e permite ao management focar no crescimento das operações. Do lado da Tenda, os resultados do 4T22 ainda apresentaram números contábeis negativos decorrentes de reconhecimento de receita de safras anteriores a 2022. Por outro lado, os resultados econômicos da companhia continuam progredindo. Os principais destaques positivos do trimestre foram, a geração de caixa operacional positiva (R\$ 17 M), a margem bruta de novas vendas de 31.1% acima do teto do guidance no início do ano 28% - 30%, ganhos adicionais de preço de vendas de 2% t/t e 37% a/a e o anúncio da conclusão de operação de venda de recebíveis, com entrada de caixa de R\$ 132 M líquidos. A conclusão desta primeira operação de venda de recebíveis é fundamental para estabilizar a alavancagem da companhia, estabelecer um mecanismo de otimização do capital empregado no negócio e permitir o cumprimento dos covenants renegociados em Jul/22 enquanto a empresa retoma a geração positiva de caixa operacional.

### Perspectivas para o mês de abril:

No mês de abril não devemos ter grandes mudanças no posicionamento do Fundo. A estratégia que vem sendo empregada será mantida, dado que no momento nossas maiores posições vem apresentando sinais econômicos de retorno e bom desempenho operacional. Isto posto, o principal foco continua sendo no acompanhamento das posições atuais e continuar a aborgavem para novos investimentos em setores resilientes e de alto crescimento com desconto do preço de seus fundamentos.

### Patria Pipe Feeder Private FIC FIA



## Perfin Investimentos

Neste mês os principais temas que trouxeram volatilidade para o mercado foram: o arcabouço fiscal, metas propostas e impactos para a trajetória da dívida. No portfólio, os principais destaques positivos foram no setor de energia através da posição em Equatorial e WEG, que segue com tendências positivas para o ano, principalmente em grandes projetos de capex dos clientes - mais conhecido como "ciclo longo". No mercado doméstico, a companhia caminha para boas direções no setor de energia e, ao mesmo tempo, a exposição nos mercados internacionais ajudam a mitigar riscos macroeconômicos do Brasil. Do lado negativo, observamos um destaque para empresas de consumo e ligadas ao crescimento econômico dado os riscos do fim de isenções para aumentar arrecadação e impacto da reforma tributária. No entanto, observamos que a regra se aplicaria em parte no financeiro das empresas e, outros instrumentos somados a isso, poderiam mitigar impactos mais relevantes.

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

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 juro e, pode se beneficiar com um possível fechamento da curva.

### **Perfin Institucional FIC FIA**





## Persevera Asset Management

No início de março o Silicon Valley Bank (SVB) sofreu intervenção dos reguladores americanos. Esse fato criou uma tradicional “corrida bancária” contagiando instituições similares (bancos regionais) forçando o banco central americano a divulgar uma série de ações que garantiam integralmente os depósitos dessas instituições. Essa ação acalmou o mercado, mas não evitou o contágio global. Dez dias depois foi a vez do Credit Suisse sofrer uma intervenção dos reguladores suíços que arquitetaram sua venda para o rival UBS. A operação foi decidida sem consulta aos acionistas das instituições, evidenciando a gravidade da situação e a determinação dos reguladores. Poucos dias depois o Deutsche Bank virou o centro das atenções. Suas ações caíram 22% forçando os reguladores alemães a se posicionarem declarando que o sistema financeiro alemão é saudável. Os bancos centrais das maiores economias mundiais não medirão esforços para evitar que uma crise bancária se alastre, de novo, pela economia global. Indicadores chineses continuam confirmando uma retomada daquela economia. Nesse cenário o mercado de juros americanos precisou uma queda (ou uma pausa nas altas) de juros. Ainda é cedo para avaliar. O BCE subiu a sua taxa básica e indicou que mais altas devem vir por aí. E o FED subiu 25 pontos base mas indicou que poderia pausar se a economia mostrasse sinais de arrefecimento. No Brasil, depois de muitas idas e vindas, o governo anunciou o arcabouço fiscal. Uma regra fiscal é melhor do que nenhuma regra... e as regras precisam ser avaliadas pelo congresso e sempre devemos esperar mais ruído. Nestes últimos dias o mercado acalmou e, pelo menos por enquanto, podemos respirar aliviados. Ao longo do mês o cenário global melhorou, mas merece cautela e atenção... sempre...

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

Com o anúncio do arcabouço fiscal achamos que o ruído diminuiu. O caminho para a aprovação é longo, mas a discussão prévia do plano da política fiscal que o governo brasileiro pretende perseguir foi bem orquestrado pelo ministro Haddad. Na China a recuperação recebeu mais uma confirmação com o anúncio de PMIs acima da expectativa do mercado. Com a confirmação do nosso cenário central mais construtivo aumentamos nossas posições comparadas em BRL (vs. USD), aplicados na pré e iniciamos uma posição comprada em bolsa e commodities.

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



## PIMCO

### Income FIC FIM:

O fundo PIMCO Income FIC FIM IE rendeu +1,88% no mês de Março, comparado a +1,17% do CDI. As principais contribuições positivas foram exposição à duration dos EUA, dado a queda dos yields; exposição à uma pequena cesta de moedas emergentes, que se valorizaram frente ao Dólar Americano; exposição à duration da Austrália, dado a queda dos yields; e exposição ao JPY (Yen Japonês), que se valorizou frente ao Dólar Americano. As principais contribuições negativas foram exposição à crédito securitizado, incluindo Agency/Non-Agency MBS e CMBS; exposição à crédito corporativo HY (high yield), dado a abertura de spreads e seleção de ativos; exposição negativa à duration do Japão e do Reino Unido, dado a queda dos yields; e exposição às TIPS, dado a queda dos níveis de inflação breakeven.

### Income Dólar FIC FIM:

O fundo PIMCO Income Dólar FIC FIM IE rendeu -1,67% no mês de Março, comparado a -2,89% 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; exposição à uma pequena cesta de moedas emergentes, que se valorizaram frente ao Dólar Americano; exposição à duration da Austrália, dado a queda dos yields; e exposição ao JPY (Yen Japonês), que se valorizou frente ao Dólar Americano. As principais contribuições negativas foram exposição à crédito securitizado, incluindo Agency/Non-Agency MBS e CMBS; exposição à crédito corporativo HY (high yield), dado a abertura de spreads e seleção de ativos; exposição negativa à duration do Japão e do Reino Unido, dado a queda dos yields; e exposição às TIPS, dado a queda dos níveis de inflação breakeven.

### Perspectivas para o mês de abril:

-

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



## Plural

No mês de Março, após os eventos de crédito registrados nos últimos meses, o principal desafio foi no acompanhamento da temporada de resultados, focados na performance das companhias frente a permanência dos juros em patamares elevados e em compreender as estruturas e evoluções dos endividamentos.

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

Para o mês de abril, seguimos acompanhando os direcionamentos fiscais do governo e os impactos do arcabouço fiscal para a política monetária. No mercado de crédito, esperamos uma estabilização dos spreads de crédito e uma redução no volume de resgates em relação ao primeiro trimestre.

**Plural Debêntures Incentivadas 30 CP FIC FIM / Plural Yield FIRF Referenciado DI / Plural Crédito Corporativo II FIC FIRF CP LP / Plural High Grade FIRF CP**



## QR Capital

Em um mês em que eventos extremos ocorreram no setor bancário tanto na Europa, quanto nos Estados Unidos, a tese de ativo digital escasso, descentralizado e sem intermediários ganhou relevância. Além da crise envolvendo o banco Silvergate, o colapso dos bancos Silicon Valley Bank (SVB) e Signature foram respectivamente o segundo e terceiro maiores da história dos EUA (em ativos no momento da falência), sendo superados apenas pelo colapso do Washington Mutual durante a crise de 2008. O Credit Suisse foi resgatado pelo Swiss National Bank e posteriormente adquirido pelo UBS. Nesse contexto turbulento, vale ressaltar a boa performance dos ativos digitais, em especial do Bitcoin, tanto absoluta quanto ajustada ao risco. As correlação do Bitcoin com o Nasdaq 100 vem caindo na margem, e a correlação com o ouro, tradicional "safe haven", está aumentando.

Além dos eventos supracitados, tivemos uma forte intensificação da perseguição regulatória aos ativos digitais, especialmente nos Estados Unidos. A exchange Coinbase recebeu um Wells Notice da SEC, notificação que antecede o enforcement por parte do regulador. A exchange Binance está sendo processada pela CFTC (Commodities Futures Trading Commission) pela oferta de derivativos não registrados perante o regulador nos EUA e por falhas em suas políticas de KYC e de prevenção à lavagem de dinheiro e financiamento ao terrorismo.

Ainda assim O Bitcoin foi o grande destaque do mês de março, com boa performance relativa quando comparado a ativos de risco em geral. A correlação do Bitcoin com o Nasdaq 100 vem caindo na margem, e a correlação com o ouro, tradicional "safe haven", está aumentando. O Bitcoin foi aliás o grande destaque da carteira em março, longe na frente do Ether (ETH) segunda maior contribuição para o desempenho do fundo.

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

Dada o recente aumento da correlação com o ouro, além da narrativa que ganha força em meio a uma crise de confiança do sistema bancário, aumentamos significativamente a exposição ao Bitcoin na carteira, e reduzimos as posições em ativos alternativos aos setores que possuem eventos relevantes no semestre, caso por exemplo dos Liquid Staking Derivatives, que tendem a se beneficiar com o upgrade da rede Ethereum previsto para abril. Além disso, as autoridades monetárias enfrentam um dilema ao tentar conciliar seus objetivos de inflação com seus objetivos de estabilidade financeira. A recente crise bancária está derrubando as projeções de juros, e uma eventual flexibilização da política monetária norte-americana tende a ser extremamente benéfica para os ativos digitais como um todo.



Acreditamos que veremos um arrefecimento da inflação norte-americana medida pelo CPI já no dado de abril, e seguimos com praticamente 100% de exposição no fundo.

**QR Crypto Factors FIC FIM / QR Blockchain Assets II FIC FIM IE / QR BTC MAX FIM IE / QR Blockchain Assets FIM IE**



## Quantitas

O mês de março certamente será lembrado quando chegar aquelas retrospectivas de final de ano. Eventos muito relevantes que marcarão o restante do ano.

No exterior, tivemos um início de crise bancária, com a corrida bancária ao SVB e outros bancos de pequeno e médio porte, além da falência do Credit Suisse na Suíça.

No Brasil, finalmente o governo divulgou as primeiras diretrizes do novo arcabouço fiscal, que já dividiu o mercado sobre a sua qualidade. O arcabouço fiscal do novo governo tem o mérito de se debruçar em uma regra de gastos. A expectativa de parte do mercado é que poderia ser algo mais frouxo, com a volta das metas de primário ou algo relacionado à dívida. O maior problema das novas regras (importante dizer, ainda faltam muitos detalhes e pode ser que no trâmite legislativo, alguns desses problemas sejam corrigidos) nos parece ser a enorme dependência da receita, que o governo pouco controla, e conseqüentemente, a necessidade de se elevar a carga tributária ou o governo conseguir achar alguma brecha tributária a ser fechada, o que não parece uma boa estratégia quando você precisa de recorrência na arrecadação.

Logo, se tudo der certo, pode até ser que tenhamos superávits primários em alguns anos, 2027-2030, mas isso acontecerá em um equilíbrio pior em que teremos mais impostos e mais gastos por parte do governo. Assim, corremos um sério risco de estarmos caminhando para um país com PIB potencial, produtividade ainda menor do que já é hoje. Esse é o grande risco de médio e longo prazo.

### RESULTADO DOS FUNDOS

Quantitas FIC FIM Mallorca: apresentou um resultado de 0,49% em março.

Quantitas FIM Galápagos: apresentou um resultado de 1,50% em março.

Quantitas FIA Montecristo BDR Nível I: apresentou um resultado de -3,0% em março.

Quantitas FIM Maldivas LS: apresentou um resultado de 0,94% em março.

Quantitas FIM Arbitragem: apresentou um resultado de 0,00% em março

### Perspectivas para o mês de abril:

No curto prazo, o maior problema me parece ser compatibilizar as promessas de campanha e governo com a necessidade de limitar o crescimento dos gastos no máximo a 2,5%. Mesmo que a gente consiga arrecadar bastante, eu acredito que usarão outro mecanismo previsto que é expandir gasto, chamando de investimento, além dos 2,5%.



Um terceiro risco de curto prazo é conseguirmos receitas extraordinárias (como por efeito da expansão de algum ciclo favorável de commodities), abrir espaço para aumento de gastos e esse ocorrer em rubricas permanentes. E se no ano seguinte as commodities caírem e as receitas caírem?

Poderia ser pior, sem dúvida nenhuma, mas não acreditamos que o arcabouço desenhado tenha trazido espaço e confiança no mercado, assim como ao Banco Central para dar início ao ciclo de corte de juros. Permanecemos com a nossa expectativa de início do afrouxamento monetário em janeiro de 2024.

No exterior, o principal evento, sem dúvida, foi um começo de crise bancária, que até agora se mostrou circunscrita a poucos casos. E talvez mais importante do ponto de vista macroeconômico, as autoridades monetárias sinalizaram muito claramente o princípio separador dos instrumentos de política. Para fins de combate a inflação, os BCs usarão os juros, como fizeram, Fed subiu 0,25p.p. e o ECB subiu 0,50p.p. Para atenuar, ou resolver, problemas de liquidez e corrida bancária, as autoridades usaram instrumentos macroprudenciais, linhas de liquidez, garantias aos depositantes para aplacar eventuais crises de confiança.

Ainda nos parece bastante cedo para dizer que a crise passou. Aprendemos que crises vêm sempre em ondas e há sempre interregnos de calma. Para os BCs dos países desenvolvidos, a guerra contra à inflação e o cuidado com a saúde do setor financeiro não parecem ter terminado nessas poucas semanas de março. Ainda estamos em um cenário de maior atenção nas duas frentes.

**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 Light, que sozinha subtraiu -0,86% da performance do fundo, conforme a marcação mencionada acima. Além disso, tivemos alguma abertura de spread nos ativos de maneira geral, por conta de um mercado ainda volátil e os gestores dando preferência para manter o caixa dos fundos mais alto, assim grande parte das debêntures performaram abaixo do CDI – vale destacar a recuperação marginal que tivemos em Americanas, sua marcação foi para 20% contra os 14% marcados anteriormente. Nas Letras financeiras tivemos algumas remarcações negativas nas LFs mas que mesmo assim tiveram retornos positivos. Com isso o fundo teve um retorno de 0,23% no mês frente ao CDI de 1,17%. Resumindo, a Light subtraiu -0,86% enquanto as demais debêntures contribuíram com 0,46%, as LFs 0,21%, já os FIDCs contribuíram com 0,08%. O caixa contribuiu com 0,39% e os custos com -0,04%.

### Quasar Advantage Plus RF CP

Sobre a performance do fundo, o destaque relevante foi o impacto da posição de Light, que sozinha subtraiu -0,35% da performance do fundo, conforme a marcação mencionada acima. Além disso, tivemos alguma abertura de spread nos ativos de maneira geral, por conta de um mercado ainda volátil e os gestores dando preferência para manter o caixa dos fundos mais alto, assim grande parte das debêntures performaram abaixo do CDI – vale destacar a recuperação marginal que tivemos em Americanas, sua marcação foi para 20% contra os 14% marcados anteriormente. Nas Letras financeiras tivemos algumas remarcações negativas nas LFs mas que mesmo assim tiveram retornos positivos. Com isso o fundo teve um retorno de 0,66% no mês frente ao CDI de 1,17%. Resumindo, a Light subtraiu -0,35% enquanto as demais debêntures contribuíram com 0,40%, as debêntures em IPCA com hedge somaram 0,02%, as LFs 0,20%, já os FIDCs contribuíram com 0,11%. O caixa contribuiu com 0,34% e os custos com -0,06%.

### Quasar Incentivado Infra

Com relação a performance do fundo, o destaque relevante foi o impacto da posição de Light, que sozinha subtraiu -2,49% da performance do fundo, tendo seus ativos marcados de 54% do Par para 30%, quando vemos as outras debentures a marcação ficou estável, e assim tiveram performances positivas. No fechamento do mês o fundo rendeu -1,37% contra um CDI de 1,17%, impactado principalmente pela posição em Light (-2,49%). Enquanto as demais debêntures contribuíram com 2,10% e o hedge somou -1,01%, o caixa somou 0,15% e o custos -0,12%.





#### Quasar Tropos FIA

O fundo encerrou o mês com uma rentabilidade de -2,21% contra -2,91% do Ibovespa, sendo as principais contribuições positivas em Utilities, Regulados e Construção e Shoppings mais abaixo a alocação setorial.

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

##### Quasar Advantage RF CP

O fundo está com 35,1% do PL em caixa com uma alocação em crédito em 64,9% do PL. O carrego ficou em CDI+1,41% aa e uma duration de 1,17 ano. A participação das debêntures na carteira ficou em 41,8% do PL. No secundário vendemos ativos como Unipar, AES Brasil, Movida, Saneago entre outros. Com relação à Americanas, tínhamos 0,32% do PL ao final do mês. Sobre a Light, tínhamos no fechamento uma posição de 0,03% na LIGHB4 e 1,02% da LIGHB6, reduzimos marginalmente a posição da LIGHB4, que tem maior duration, os ativos estavam marcados na faixa de 55% do par e foram para 30%. Na parcela de LFs reduzimos posição em Sofisa, BMG, Daycoval e Bradesco, assim a posição em LFs ficou em 16,6% do PL. Em FIDCs não tivemos movimentações ativas, a concentração ficou em 6,5% do PL.

##### Quasar Advantage Plus RF CP

O fundo está com 29,0% do PL em caixa e uma alocação em crédito em 71,0% do PL. O carrego ficou em CDI+1,72% aa e uma duration de 1,50 ano. A participação das debêntures na carteira diminuiu para 46,6 % do PL. No secundário vendemos alguns ativos como Unipar, SBF, Direcional, Hapvida entre outros. Na parcela de debêntures em IPCA a alocação nesses ativos segue marginal, em 1,8% do PL. Com relação à Americanas, tínhamos 0,03% do PL ao final do mês. Sobre a Light, tínhamos no fechamento uma posição de 0,13% na LIGHB4 e 0,28% da LIGHB6, reduzimos marginalmente a posição da LIGHB4, que tem maior duration, os ativos estavam marcados na faixa de 55% do par e foram para 30%. Na parcela de LFs e FIDCs não tivemos movimentações ativas e assim as alocações ficaram em 16,8% e 7,6%, respectivamente.

##### Quasar Incentivado Infra

Ao longo do mês mantivemos a estratégia de reduzir algumas posições que estavam mais concentradas para fazer frente aos resgates programados. Dessa forma a exposição em crédito ficou em 86,7% do PL e o caixa em 13,3% do PL. Durante o mês reduzimos posições em Eneva, Energisa MS, Equatorial, Ventos da Bahia, Neoenergia entre outros. O carrego do fundo ficou CDI+1,46% ao ano, para uma duration de 4,0 anos relativamente baixa para esse tipo de ativo.



Sobre a Light, tínhamos no fechamento uma posição de 3,12% na LIGHA5, com amortização de 50% em out/24 e vencimento em out/25. Considerando a marcação atual do ativo, que está na faixa de 30% do par, estamos falando de IPCA+116%, o que levaria o carregamento do fundo para CDI+4,91%.

#### Quasar Tropos FIA

Do lado da gestão, podemos observar que a publicação do arcabouço fiscal proporcionou um alívio para o mercado, apesar de não se tratar de uma medida definitiva. Isso levou a uma reprecificação dos ativos, o que reforça a nossa visão de que o mercado está sensível às sinalizações do governo, em busca de transparência e definição econômica.

Apesar dessas sinalizações, mantemos um portfólio equilibrado com posições em empresas líderes em seus segmentos no Brasil. Essa estratégia tem como objetivo proporcionar maior resiliência em um cenário de juros elevados e de instabilidade do mercado local. Além disso, estamos baseados em teses relacionadas à recuperação cíclica global, liderada pela China.

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



## RBR Asset Management

Em Março, o portfólio apresentou retorno de -6,74%, inferior ao benchmark em 73bps. Destrinchando a rentabilidade do mês, pode-se atribuir aproximadamente -3,6% à performance do portfólio e -3,2% à depreciação do dólar frente ao real. O principal evento do mês que impactou os mercados foi a falência do SVB Bank, responsável pelo financiamento de parcela relevante de startups do Vale do Silício e desencadeando temores sobre um problema sistêmico que possa impactar outros bancos norte-americanos em um ambiente de juros elevados. Setorialmente, o destaque negativo foi o setor de escritórios, que sofreu queda de mais de 15% no período, acentuada após o episódio de insolvência citado acima.

### Perspectivas para o mês de abril:

Passado o primeiro quarto do ano de 2023 a perspectiva é de, no curto prazo, mantermos o portfólio posicionado em ativos mais resilientes visando um cenário de manutenção de taxas de juros elevadas durante o ano. Por outro lado, dados os valuations descontados e os bons resultados operacionais, acreditamos que ao longo do ano haverá boas oportunidades de retorno ajustado ao risco. Neste sentido, para o primeiro trimestre nossa alocação está direcionada a setores que entendemos ser mais resilientes como manufactured house, self-storage, galpões logísticos e infraestrutura. Seguirão no radar o cenário macro, principalmente referente aos temas de inflação e de juros visando antecipar o movimento de inflexão do mercado.

**RBR Reits US Dolar FIC FIA / RBR Reits US em Reais FIC FIA / RBR High Convictions FIA**



## RC Gestão

No cenário externo, podemos citar a volatilidade que a crise bancária causou nos mercados, tendo como alvos alguns bancos de médio porte nos Estados Unidos e o Credit Suisse na Europa. Já no Brasil, a indefinição sobre o arcabouço fiscal criou ruídos durante o mês.

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

No cenário internacional, acreditamos que as incertezas sobre a crise bancária ainda não acabaram, a alta de juros prejudicará o lucro das empresas e desacelerará o crescimento. Já no contexto doméstico, a incerteza sobre o arcabouço deve continuar, pois o texto definitivo não foi apresentado ainda e terá que ser votado na Câmara.

### **RC Hedge FIM**



## Rio Bravo

O mês passado foi marcado pela quebra de bancos no mundo desenvolvido além das discussões de política econômica no Brasil.

No Brasil, mais uma vez vimos a discussão se voltar para a política econômica, com a divulgação do arcabouço fiscal e mais uma manutenção da taxa de juros. Finalmente, a nova regra para as contas públicas foi divulgada. Ainda que a regra não seja péssima e tenha um mecanismo de controle de despesa, ela parece longe de ser o suficiente para que o governo consiga atingir a estabilidade da dívida pública. Para que isso aconteça, a arrecadação terá que aumentar e ainda não está claro como o governo fará isso. Além disso, o mercado conhece apenas a apresentação feita pelo ministro, o texto da lei, definindo os detalhes, ainda não foi publicado.

Ao mesmo tempo, o Banco Central não cedeu a pressão do governo e continuou a adotar uma postura dura com o controle da inflação. Além do tema inflacionário, o Copom também acentuou o fato de que apesar da desaceleração do mercado de crédito não estamos em um momento compatível com um credit crunch, mesmo após os eventos envolvendo Americanas e Light. Mesmo que estivéssemos, o BC alegou que medidas macro prudências seriam utilizadas e que o juro só seria usado com objetivo de estabilizar o sistema financeiro em casos extremos.

Nos EUA, o que foi compreendido do evento é que as corridas bancárias observadas se deram por uma reprecificação dos títulos públicos detidos pelas instituições bancárias. O preço desses ativos caiu vide a rápida elevação das taxas de juros conduzida por parte do Fed. Ao mesmo tempo, também houve um aumento no volume de saques devido ao processo de redução do balanço de ativos do BC americano, que retirou a liquidez da economia americana. Desde o início do plano, em abril de 2022, o banco havia retirado aproximadamente 500 bilhões de dólares de liquidez da economia americana.

Com um alto volume de saques e perdas relevantes no balanço, dois bancos regionais não foram capazes de cumprir com suas obrigações com os clientes e faliram. Em resposta, o Fed o tesouro americano e o FDIC tiveram de interferir. O FDIC cobriu todos os depósitos dos bancos que quebraram e o Fed abriu uma nova linha de liquidez para que os bancos consigam arcar com os saques caso necessário.

Apesar das medidas macro prudenciais, entretanto, o Fed não interrompeu seu processo de aperto monetário. A autoridade monetária americana alegou que há separação entre o controle de inflação e a garantia de estabilidade do sistema financeiro.



E dado os ainda altos níveis de inflação da economia americana, entenderam que era adequado seguir elevando as taxas de juros dos EUA. Por outro lado, reconheceram que o aperto de crédito causado pelos eventos bancários podem ser uma pressão negativa para a inflação, mesmo assim as projeções da autoridade monetária ainda não contemplam cortes de juros esse ano.

Na Europa, os eventos nos EUA também tiveram repercussões, penalizando ativos relacionados ao sistema bancário e culminando na venda do Credit Suisse ao UBS, em uma operação orquestrada pelo SNB. Entretanto, o ECB indicou que seguirá seu rumo, garantindo o princípio de separação da política monetária, bem como o Fed.

**Perspectivas para o mês de abril:**

Em abril devemos ter dois temas importantes em discussão no congresso. O primeiro deles será a lei da nova regra fiscal, que trará os detalhes da proposta do governo e a reação dos congressistas, que podem fazer alterações importantes ao texto. De acordo com cronograma do governo, a discussão da reforma tributária também deveria ter início em abril no congresso. A medida que o tempo passa, os desafios que a reforma enfrentará vão se tornando mais claros.

Em abril não teremos decisão, de política monetária no Brasil, mas o BC deve continuar acompanhando as expectativas de inflação e a dinâmica inflacionária de curto prazo. Sobre as expectativas, que tem sido um grande impeditivo para que o BC corte os juros, podemos ver alguma melhora se a discussão do arcabouço for positiva no congresso, caso contrário, as projeções podem se deteriorar ainda mais. Para a inflação de curto prazo seguiremos atentos à dinâmica da inflação subjacente.

A atividade econômica deve continuar a desacelerar nos dados divulgados assim como em abril, seguindo as expectativas com relação aos efeitos da política monetária. A atenção ainda ficará bastante voltada à dinâmica do crédito, que é uma das maiores preocupações do mercado. Seguindo a atividade econômica o mercado de trabalho também deve seguir desacelerando.

O cenário externo ainda deve ser um desafio para os investimentos no Brasil, com o aperto monetário nos países desenvolvidos e ainda incertezas a respeito do sistema bancário, que devem continuar a ser tratadas pelos BC's no mundo desenvolvido.

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



## Root Capital

### Comentário HG – Março/2023

O Fundo apresentou um resultado positivo de 1,06% no mês de março, acumulando 14,69% em 12 meses (111% do CDI).

O resultado no mês foi ainda um pouco impactado por uma abertura dos spreads no mercado em geral.

Com a turbulência no mercado, começamos a acumular algum caixa para alocação em debêntures, aproveitando a abertura de taxas no mercado secundário.

### Comentário HY – Março/2023

O Fundo apresentou um resultado positivo de 1,22% no mês de março, acumulando 15,10% em 12 meses (114% do CDI).

O resultado no mês ainda foi impactado por uma abertura dos spreads no mercado em geral.

Continuamos priorizando a alocação em papéis mais estruturados, com bom pacote de garantias e subordinação. Ao mesmo tempo, estamos monitorando o mercado secundário para aproveitar uma possível oportunidade de aquisição de ativos High Grade com taxas mais altas após esta abertura de spread. O carregamento da carteira de crédito está em aproximadamente CDI + 4,45% a.a.

### Perspectivas para o mês de abril:

#### Comentário HG – Março/2023

##### Posicionamento:

- A carteira está alocada em 41 ativos, sendo atualmente 48% do PL alocado em FIDCs, com o restante distribuído entre Debêntures, LFs e caixa.
- O carregamento bruto da carteira de FIDCs está em CDI + 4,03%.

#### Comentário HY – Março/2023



Posicionamento:

- 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 abril, estamos analisando duas novas operações no primário, mas o momento ainda 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 negativa no mês, sendo que as posições em Brasil estiveram entre os principais detratores. Os principais destaques negativos foram nossa posição comprada em Banco Inter, no setor de saúde (Hapvida), em seguradoras (Porto Seguro) e no setor de Petróleo (Petro Recôncavo e Petrorio), além de nossa posição vendida no setor de empresas aéreas (Gol e Azul). Em contrapartida, obtivemos uma performance positiva em nossa carteira de alpha global (destaque para nossa posição comprada em AMD) e em nossa posição comprada em construtoras focadas em baixa renda.

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

Em nosso book alpha global voltamos a carregar uma posição comprada em AMD como principal exposição na temática de Inteligência Artificial. Adicionalmente, construímos um basket (MSFT, META, APPLE e RBLX) que devem se beneficiar da mesma temática. Como funding, estamos utilizando nomes de hardware, software e AMZN. Também gastamos prêmio em opções de proteção no setor de semicondutores (SMH) para proteger principalmente nossa exposição a AMD. Outra tese que vale mencionar é nossa posição comprada em alguns ativos argentinos com funding em outros países andinos (Peru e Colômbia). E continuamos com uma posição comprada em México dado uma consolidação da narrativa de nearshoring.

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



## Safari Capital

Março foi um mês conturbado tanto no mercado doméstico como no internacional. Nos Estados Unidos, quando o mercado estava começando a precificar uma desaceleração gradual na economia, tivemos uma crise bancária que mostrou a fragilidade dos bancos regionais e que precisou da intervenção do FED. Na China, além dos dados de mobilidade indicarem que a reabertura está acontecendo, os números do setor imobiliário começaram a indicar uma recuperação do setor. Já no Brasil, não vivemos a situação ideal, mas considerando as restrições de um governo de centro-esquerda, temos uma regra do arcabouço fiscal que, embora seja mais flexível que o teto de gastos, gera uma contração de gastos.

Com relação à carteira em março, grande parte das perdas pode ser explicada por três eventos: a tributação do petróleo ainda fazendo preço, o impacto da “vaca louca” nas exportações de carne bovina para a China (algo que já foi resolvido e deve aparecer nos dados da SECEX) e a queda do preço das ações de Assaí que, mesmo com o evento positivo da venda de grande parte do stake do controlador (Grupo Casino), sofreu com os comentários indevidos da equipe de RI sobre um potencial aumento de capital.

### Perspectivas para o mês de abril:

A carteira continua concentrada com 70% do patrimônio em aproximadamente de 12 empresas (varejo, locadoras, commodities e incorporadoras de baixa renda). A diferença está alocada principalmente em posições de trading e há ainda uma parcela - limitada à 10% - em empresas que identificamos com oportunidades. Nossa posição líquida é de 98.3% do PL, e a bruta de 103.2%.

### Safari 30 FIC FIM II



## Safari Capital

Março foi um mês conturbado tanto no mercado doméstico como no internacional. Nos Estados Unidos, quando o mercado estava começando a precificar uma desaceleração gradual na economia, tivemos uma crise bancária que mostrou a fragilidade dos bancos regionais e que precisou da intervenção do FED. Na China, além dos dados de mobilidade indicarem que a reabertura está acontecendo, os números do setor imobiliário começaram a indicar uma recuperação do setor. Já no Brasil, não vivemos a situação ideal, mas considerando as restrições de um governo de centro-esquerda, temos uma regra do arcabouço fiscal que, embora seja mais flexível que o teto de gastos, gera uma contração de gastos.

Com relação à carteira em março, grande parte das perdas pode ser explicada por três eventos: a tributação do petróleo ainda fazendo preço, o impacto da “vaca louca” nas exportações de carne bovina para a China (algo que já foi resolvido e deve aparecer nos dados da SECEX) e a queda do preço das ações de Assaí que, mesmo com o evento positivo da venda de grande parte do stake do controlador (Grupo Casino), sofreu com os comentários indevidos da equipe de RI sobre um potencial aumento de capital.

### Perspectivas para o mês de abril:

A carteira continua concentrada com 70% do patrimônio em aproximadamente de 12 empresas (varejo, locadoras, commodities e incorporadoras de baixa renda). A diferença está alocada principalmente em posições de trading e há ainda uma parcela - limitada à 10% - em empresas que identificamos com oportunidades. Nossa posição líquida é de 98.3% do PL, e a bruta de 103.2%.

### Safari 30 FIC FIM II



## Santa Fé

O mês de março foi bastante turbulento com a crise bancária seus desdobramentos e a rápida atuação das autoridades monetárias pelo mundo visando conter um eventual contágio como aconteceu em 2008. Esse novo ingrediente mudou a visão dos investidores quanto a continuidade dos aumentos de juros pelo FED nos EUA, a crise bancária pode impactar a economia poupando mais ajustes no juros. Os próximos indicadores de inflação e do mercado de trabalho mostrarão o tamanho desse impacto. Aqui no Brasil seguimos patinando com o governo batendo cabeça em diversos assuntos e aguardando o tal Arcabouço Fiscal que finalmente foi divulgado no dia 30/3 e trouxe aspectos positivos mas muito dependente de crescimento e arrecadação maior e muita liberdade em caso de não cumprimento. A primeira impressão foi boa mas vale ressaltar que o mercado massacrado está sedento por notícias ainda que pouco promissoras.

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

Seguimos otimistas com o mercado americano e chinês, a perspectiva do fim do ciclo de alta nos juros provocou um movimento de alta nas ações de tecnologia onde vemos um bom upside, no Brasil os preços parecem excessivamente descontados, a chegada do Arcabouço Fiscal para discussão no Congresso deve trazer algum alento e quem sabe até uma mudança no fluxo para as ações, o caminho para uma queda nos juros parece aberto e só uma questão de tempo. o início do ciclo de baixa nos juros por aqui é a chave para uma reprecificação dos ativos na nossa opinião. Seguimos comprados em bolsa brasileira, americana e com uma posição menos em China. Mantemos nossa posição em NTNBS com vencimentos em 2025, 2026 e 2050.

**Santa Fé Agro Hedge FIC FIM / Santa Fé Scorpius FIA / Santa Fé Aquarius FIM**



## Set Investimentos

Em março Índice da Bolsa Brasileira caiu – 2,91%.

O fundo Set FIA apresentou uma queda de – 4,43%.

Os principais destaques negativos da carteira do fundo foram as ações da PetroReconcavo, com queda de – 28,16%; SLC Agrícola, com queda de – 7,47% e Banco ABC, com queda de -7,27%.

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

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

A temporada de resultados teve fim no mês de março e os investidores, de uma forma geral, enxergaram sinais negativos da deterioração das expectativas macroeconômicas pesando sobre as empresas especialmente de setores como varejo, real estate, tecnologia e outras empresas diretamente ligadas ao consumo doméstico e que possuem maior correlação com drivers macroeconômicos. Alguns pontos importantes têm se tornado diariamente foco do noticiário com muito ruído ao cenário macroeconômico e trouxeram mais perspectivas negativas para os investidores de renda variável:

- o novo arcabouço fiscal, que se por um lado deveria ser positivo por estabelecer uma regra, é negativo para equities por conta de um aumento da carga tributária implícita para a redução do déficit;
- eventual mudança da meta de inflação do BC e quem serão os novos dirigentes do BC, além da discussão se a independência do BC vai se manter neste governo;
- intervenção dos preços dos combustíveis;
- reforma tributária, que possui ainda um longo caminho de discussão;
- intervenção na taxa de juros do cartão de crédito.

Muitas dúvidas que poderão ficar mais claras a partir do segundo trimestre deste ano seja para pior ou melhor. E as dúvidas sobre o caminho da desinflação nos EUA continuam presentes e as falas dos dirigentes do FED movimentaram o mercado.

### Perspectivas para o mês de abril:

O mês de março terminou com o anúncio do novo arcabouço fiscal, que substitui o teto de gastos. O novo arcabouço fiscal que deveria ser positivo por estabelecer uma regra, é negativo para equities por conta de um aumento da carga tributária implícita para a redução do déficit. Para o déficit ser zerado em 2024, conforme anunciado pelo Ministro da Fazenda. é necessário um aumento de arrecadação na casa dos R\$100-150 bilhões. Essa arrecadação extra é esperada através de uma reforma tributária ou novos projetos de lei. Entre as propostas para maior arrecadação estão:

- Fim do Juros sobre Capital Próprio;
- Tributação de Dividendos, que hoje é isento;



- Incentivos fiscais concedidos pelos Estados serem considerados na base do IR/CSLL, contra uma decisão do STJ de 2017 que considera estes benefícios subvenção de investimentos e, portanto, não são tributados.

O fim do JCP e tributação de dividendos acaba afetando o retorno dos investidores do setor de bancos e seguradoras, que historicamente pagam muitos proventos aos seus acionistas. De uma forma geral. O fim do JCP e a tributação dos dividendos já eram esperados pelos investidores nas propostas de reforma tributária apresentadas no governo Bolsonaro. A surpresa veio do desejo de acabar com a subvenção de investimentos, algo que já era entendido como ponto pacífico após decisão do STJ. A volta dos subsídios de ICMS da base tributável afeta bastante negativamente empresas dos setores de varejo e consumo. O desenvolvimento desta questão é o principal ponto de atenção dos investidores de equities para abril 2023.

Nos EUA, as dúvidas sobre o caminho da desinflação nos EUA continuam presentes e as falas dos dirigentes do FED devem movimentar o mercado, que deve aguardar o próximo passo do FED em maio.

**SFA EAC FIC FIA**



## Sharp Capital

O mercado acionário local apresentou desvalorização no mês, indo na contramão da recuperação nos mercados globais. Mais uma vez, os primeiros passos do governo seguem frustrando as expectativas. Além disso, com a conclusão da temporada de resultados, ficou claro que diversas indústrias estão passando por fortes pressões em seus balanços e desempenhos operacionais. Apesar da nossa postura mais defensiva, alguns investimentos específicos da nossa carteira contribuíram para um desempenho inferior aos índices de mercado.

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

Seguimos com a mesma postura, tentando manter a guarda alta para um cenário tão incerto que se delinea e buscando investimentos que tenham maior independência dos vetores macroeconômicos.

**Sharp Long Biased Feeder FIC FIA / Sharp Equity Value Feeder FIC FIA**





## Simétrica Investimentos

Vivenciamos mais um mês conturbado para os ativos brasileiros, e as ações não escaparam ilesas em meio ao ambiente volátil. A Bolsa cedeu 2,9% em março, tendo recuado a níveis abaixo dos 98 mil pontos. O noticiário foi dominado pela quebra de bancos nos EUA, expectativa sobre juros lá fora e aqui no Brasil, e pela longa espera pelo anúncio das novas regras fiscais, em substituição ao teto de gastos.

A mudança do fundo para BDR Nível I já começou a dar resultado onde nosso desempenho foi de +1,49% gerando um alfa de +4,40%, mesmo com o dólar recuando mais de 2% e os acontecimentos descritos acima

Para isto, zeramos nossas posições em petróleo e financeiro, aumentando em transporte.

A demora do governo em apresentar o arcabouço fiscal contribuiu para tirar a previsibilidade do ambiente de investimento. Já a taxa de juros segue estacionada em 13,75%.

Já nos EUA o Fed não deixa o mercado embarcar na esperança de corte do juro ainda este ano, mas uma pausa entrou mais fortemente no radar das apostas no CME (59,3%), na comparação com nova dose de alta (40,7%).

Após a decisão da OPEP+, de reduzir a produção em 1,6 milhão de barris/dia, em um movimento liberado pela Arábia Saudita e Rússia, 500 mil barris cada, espera-se alta na inflação, alterando mesmo que pouco as estratégias dos bancos centrais, em alguns casos, como no Fed, sinalizando uma “pausa” para o ciclo de juro. Não se sabe mais quando a taxa de juros deve começar a ser reduzida. Segundo James Bullard, um dos diretores regionais mais atuantes do Fed, “o trabalho da instituição deve ficar um pouco mais difícil”.

Na pesquisa Focus, o IPCA deste ano passou de 5,93% para 5,96%, bem acima do teto da meta, de 4,75%, era 5,90% em fevereiro. É perceptível que o stress na relação entre governo e BCB acabou por deteriorar as expectativas do mercado, o que se reflete na piora da inflação. Olhando para 2024, o IPCA se manteve em 4,13%, também acima do centro da meta (3,0%), contra 4,02% há um mês.

### Perspectivas para o mês de abril:

Para abril, esperamos avanços na apresentação do arcabouço fiscal e da reforma tributária, enquanto a atenção dos investidores continua voltada também aos desafios no exterior.



No Brasil, o governo tem o desafio de tentar conduzir a reforma no Congresso de forma a não perder sua essência, mas as chances de mudanças para tentar chegar a um formato mais factível do que o modelo atual são grandes. No exterior, a pressão de preços do petróleo, após o anúncio surpresa de cortes de produção por parte de OPEP+, pode levar à uma revisão quanto ao futuro dos juros, em meio aos desdobramentos da crise bancária.

**Simétrica BR FIA - BDR Nivel I**



## SOMMA Investimentos

Torino - Em março seguimos observando os desdobramentos do caso de Americanas S.A. e Light no mercado de crédito privado, com impactos desde a captação da indústria de fundos até redução de emissões de novas dívidas corporativas.

Ao longo do mês, a dinâmica de reprecificação de ativos de crédito – especialmente as debêntures no mercado secundário – se diferenciou do mês anterior. Os eventos de crédito (majoritariamente divulgação de resultados e fatos relevantes) foram rapidamente traduzidos nos níveis de spread dos ativos em circulação. Companhias que apresentaram números mais desafiadores tiveram seus títulos depreciados rapidamente. Por outro lado, empresas de setores defensivos e pouco alavancadas tiveram seus títulos apreciados conforme eram negociados a spreads menores. O spread médio ponderado das debêntures mais negociados – medido pelo índice Idex-JGP – caiu cerca de 50bps, saindo de DI+3,42% em fevereiro para DI+2,86% no fechamento de março.

Entretanto, como essa queda de spread não foi generalizada, muitos fundos da classe renda fixa ainda apresentaram um resultado mensal abaixo do benchmark, o que não favorece a retomada de aportes na indústria como um todo.

Os resgates dos fundos de crédito no mês de março foram até mais intensos que os meses anteriores. Dados oficiais da Anbima até dia 29/03 mostram resgates em fundos do tipo Grau de Investimento e Crédito Livre na ordem de R\$18 bilhões. Em nossa amostra de fundos de renda fixa que possuem exposição maior que 20% em debêntures, pudemos observar um montante resgatado de R\$ 49 bilhões em março. Nesta mesma amostra, o resgate no ano já supera R\$ 127 bilhões.

Esse volume de resgate tem reflexo direto no mercado de capitais. O primeiro trimestre do ano fechou com um volume de R\$ 37 bilhões em novas emissões de debêntures, uma queda de 16% frente ao mesmo período do ano anterior. Se excluirmos duas operações atípicas – no valor de R\$12 bilhões – a queda chegaria a 43% no período. Importante notar que o prazo médio das operações que saíram a mercado também foi menor que o período anterior.

Reforçamos que essa abertura nos spreads tende a ser temporária, motivada 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.



Neste contexto o SOMMA TORINO FI RF CRED PRIV apresentou performance de 0,51% em março. Em 12 meses o fundo acumula retorno de 11,36% contra 13,28% do CDI (equivalente a 85,54% do CDI).

O resultado do fundo foi influenciado pela abertura generalizada de spreads de crédito no mercado. Além disso, as debêntures da Light SESA foram severamente reprecificadas a valores próximos de 40% do valor de face, com impacto relevante na cota do fundo.

Cenário Econômico - No cenário internacional, o principal desafio enfrentado foi o stress no sistema financeiro internacional, ocasionado pelo colapso de bancos nos EUA e crise de liquidez do Credit Suisse na Europa. Apesar disso, os Bancos Centrais deram continuidade ao processo de aperto monetário. Entretanto, os acontecimentos criaram contrações adicionais nas condições financeiras e, conseqüentemente, levaram os Bancos Centrais a adotarem uma postura mais cautelosa em seus comunicados e no guidance das decisões futuras. No cenário doméstico, o principal desafio enfrentado foi o tom mais duro do que o esperado na ata do Copom, que não abriu espaço para um relaxamento monetário no curto-prazo.

Institucional - O mês de março no âmbito internacional foi marcado pela ameaça de crise de sistema financeiro global, com o stress bancário nos Estados Unidos e na Suíça. Evento que fez com que os mercados chegassem a precificar que os bancos centrais seriam mais lenientes com a inflação para sustentar o sistema financeiro, algo que não aconteceu. Em basicamente todos os comunicados de Bancos Centrais pelo mundo, tivemos a fala de que o sistema financeiro está estável e que taxas devem continuar subindo para conter inflação. Em linha com a precificação de taxas de juros menores, as taxas de juros longas caíram de maneira generalizada, enquanto também tivemos um dólar mais fraco, abrindo espaço para uma valorização das demais moedas, tanto de países emergentes quanto de desenvolvidos.

No mercado local, tivemos um tom mais duro do que o esperado no comunicado do COPOM, o que afastou a probabilidade de corte de juros ao decorrer do ano. No fim do mês tivemos o anúncio do arcabouço fiscal, que a princípio foi bem aceito pelo mercado.

O mês do SOMMA Institucional FIM foi abaixo do esperado, tendo um retorno de 0,639%, contra um CDI de 1,175%, tendo retorno positivo no segmento de renda fixa e retorno negativo nos segmentos de moedas e renda variável.



Fundamental - No mês de março o SOMMA Fundamental FIA teve rentabilidade de -2,83% frente ao Ibovespa que desvalorizou -2,90%. No ano o fundo tem rentabilidade de -5,84%, enquanto seu benchmark desvaloriza -7,15%.

O mercado de ações brasileiro se descolou negativamente em relação as demais bolsas pelo mundo que se valorizaram em sua maioria. As críticas de integrantes do governo ao presidente do Banco Central em relação a política monetária, a demora da apresentação do arcabouço fiscal e, quando apresentado, sua fragilidade aos fatores exógenos para zeragem do déficit primário, foram os gatilhos que justificaram o aumento de aversão a risco e o desempenho negativo do Ibovespa no mês. Declarações equivocadas do presidente da república em um embate com um senador da república, também contribuíram para o viés negativo do sentimento de mercado.

**Perspectivas para o mês de abril:**

Torino - Caso não ocorra nenhum outro caso de problemas financeiros graves durante o mês de abril, esperamos que o mercado continue caminhando para a normalização. Ainda vivemos em um cenário de juros altos, o que é muito atrativo para o investidor de renda fixa. Uma vez cessados os resgates líquidos nos fundos de créditos, esperamos uma convergência dos spreads para níveis mais baixos do que os atuais, gerando ganhos para os fundos dedicados à crédito privado.

Cenário Econômico - No cenário internacional, a expectativa é de uma normalização no sistema financeiro internacional. Entretanto, apesar da ausência de decisões de política monetária no mês, espera-se que os dirigentes de Bancos Centrais ao redor do mundo apresentem um discurso mais dovish. Além disso, a expectativa é que os dados de atividade econômica chinesa continuem apresentando bom desempenho, evidenciando a recuperação da economia do país.

No cenário doméstico, a expectativa é a apresentação do texto final do novo arcabouço fiscal e a sua tramitação no Congresso. Além disso, espera-se a apresentação de novas medidas que visem o aumento de receitas.

Institucional - Para o mês de abril esperamos um mercado doméstico positivo. Com a apresentação do arcabouço fiscal e a manutenção da taxa de juros em patamares elevados, acreditamos que a tendência para o real é de apreciação. No mercado internacional, acreditamos que haverá uma manutenção da visão mais dura dos Bancos Centrais, algo que deve manter o mercado próximo de patamares atuais.



Fundamental - Contudo cada vez fica mais claro para o mercado de que o custo do capital no país está alto, caro, o próprio mercado de crédito privado evidencia a situação de estresse, além dos indicadores macroeconômicos mais tradicionais, expondo diretamente a piora nas expectativas. É de fundamental importância que o governo aja com responsabilidade. Mais do que apresentar um plano fiscal é cumpri-lo, promovendo um ambiente de previsibilidade ao investidor. Sem dúvida a ancoragem de expectativas de inflação vindas de um ambiente mais benigno, são capazes de promover a queda dos juros base. Com isso, haverá melhora na precificação das ações e, mais importante, tira pressão de despesa financeira no balanço das empresas, promovendo redução da alavancagem das empresas no geral.

**SOMMA Torino FIRF CP**



## Sparta

Na carta mensal de fevereiro, pontuamos que o mercado de crédito privado pode ser impactado por dois fatores: (i) deterioração das métricas de crédito de um emissor; e (ii) desbalanceamento entre oferta e demanda por esses ativos, muitas vezes ocasionado pela entrada ou saída de recursos da classe de crédito privado. Em março, assim como em fevereiro, os ativos indexados ao CDI tiveram um impacto por conta do fluxo de vendas no mercado secundário ocasionado por resgates de fundos de crédito privado. Nos preços atuais já vemos novos compradores, o que ajuda a equilibrar a questão de oferta e demanda. Isso é uma sinalização de que estamos em um ponto de entrada atrativo, mas ainda não significa que os preços já começaram a se recuperar. Entendemos que um gatilho importante para fechamento dos spreads de crédito é a redução do ritmo de resgates nos fundos de alta liquidez. Enquanto isso, temos aproveitado algumas vendas desesperadas para aumentar posição. Já nas debêntures incentivadas, parece que passamos para o próximo estágio. Após 8 meses consecutivos de abertura, os spreads de crédito chegaram em patamar próximo do atingido no início da pandemia. No entanto, desde 10/mar passamos a observar o movimento contrário: os spreads de crédito das debêntures incentivadas passaram a fechar. E o gatilho nesse mercado é outro: o nível nominal pago por esses ativos. Chegamos a comentar no relatório de fev/23 do JURO11 que "... não é todo dia que se consegue comprar debêntures AAA longas a IPCA+8%, líquido de imposto de renda para a pessoa física."

### Perspectivas para o mês de abril:

Se por um lado os retornos no 1º trimestre parecem desanimadores, por outro enxergamos que o ano de 2023 será de muitas oportunidades para os gestores mais disciplinados e diligentes. Em nossa opinião, está claro que as taxas atuais representam excelentes oportunidades para o investidor de médio e longo prazo. Embora não seja possível descartar alguma volatilidade no curto prazo, estamos trabalhando para atravessar esse momento conturbado com agregação de retorno e sempre procurando manter uma carteira robusta e rentável para nossos cotistas. Por fim, podemos aproveitar para fazer alguns exercícios, tomando nosso principal fundo, o Sparta Top, como exemplo, mas poderia ser igualmente aplicado para outras estratégias, como o Sparta Debêntures Incentivadas ou o Sparta Previdência. Desde o início de 2023, o Sparta Top teve um retorno de 2,85% abaixo do CDI. Com isso, o spread médio da carteira do Sparta Top saiu de CDI+2,10% para CDI+2,75%, ou seja, uma abertura de cerca de 0,65%, além da marcação de Americanas (impacto de 1,5% na cota), que provocou a maior parte da queda.



Para fins de comparação, durante o início do lockdown da pandemia, entre março e abril de 2020, o spread médio da carteira do Sparta Top saiu de CDI+1,40% para CDI+3,70% - para então voltar para CDI+2,25% após 12 meses. Num primeiro momento, tivemos um desempenho de 4,9% abaixo do CDI, e em seguida superamos o CDI em 5,0%, e dali seguimos com um spread de crédito bem superior ao inicial, o que continuou gerando resultado bastante positivos. Para obtermos esse tipo de resultado, as realocação de carteira nesse momento são fundamentais.

**Sparta Cíclico FIC FIM / Sparta Premium FIC FIRF / Sparta Top FIC FIRF CP LP / Sparta Max FIC FIRF CP LP / Sparta Debêntures Incentivadas FIIIRF / Sparta Top Inflação FIC FIRF CP LP / Sparta Debêntures Incentivadas 45 FIC FIII RF**





## Sterna Capital

No final do mês passado, o governo federal finalmente divulgou sua proposta de “arcabouço fiscal” para substituir o finado teto de gastos. Embora a reação inicial do mercado ao anúncio tenha sido surpreendentemente positiva, acreditamos que este plano por si só não conseguirá equacionar o desequilíbrio das contas públicas brasileiras. Desta forma, os ativos financeiros locais provavelmente continuarão vulneráveis à incerteza sobre a sustentabilidade da dívida pública e à crescente animosidade entre o governo do Presidente Luiz Inácio Lula da Silva e o Banco Central.

É importante mencionar que o plano fiscal anunciado pelo Ministro da Fazenda Fernando Haddad tem um aspecto bastante positivo, que é a definição de metas para o resultado fiscal primário para os próximos quatro anos. De acordo com esse mecanismo, o governo federal terá como objetivo produzir um déficit fiscal primário de 0,5% do PIB em 2023, com uma margem de tolerância de 0,25% do PIB para cima ou para baixo. Trata-se de uma mudança importante vis-à-vis o déficit anteriormente anunciado de 1,0% do PIB para este ano (objetivo esse que já era ambicioso, tendo em vista os graves desequilíbrios orçamentários herdados do governo anterior), embora não esteja claro como o governo pretende alcançar a nova meta. Para os anos seguintes, a meta central subiria para zero em 2024, 0,5% do PIB em 2025 e 1,0% do PIB para 2026.

O principal mecanismo de ajuste do novo arcabouço fiscal consiste em limitar o crescimento real das despesas públicas a 70% do crescimento da arrecadação líquida do exercício anterior. Esse percentual cairia para 50% quando o governo não conseguir manter o resultado primário dentro da banda descrita acima. Mesmo assim, o plano estabelece uma variação anual real mínima de 0,6% para as despesas. Ou seja, mesmo se a arrecadação cair (devido, por exemplo, a uma recessão), as despesas continuarão crescendo. Além disso, embora as despesas não possam crescer mais de 2,5% ao ano, caso o superávit primário exceda o limite superior da banda, todo o excedente será automaticamente gasto em vez de abater a dívida pública.

Assim, o novo “arcabouço fiscal” tem um viés claramente expansionista, introduzindo um piso para o crescimento do gasto público. De acordo com nossas estimativas, supondo um crescimento do PIB potencial de 1,5% ao ano, a mera obediência às regras descritas acima não seria capaz de gerar um superávit fiscal primário – e tampouco estabilizar a dívida pública – antes de 2030.



Nos mercados internacionais, tivemos um mês de março excepcionalmente volátil. Nos Estados Unidos, o mercado, que no começo do mês projetava um aumento de praticamente 50 pontos base para a reunião de março do Fed, virou de ponta-cabeça em questão de dias e chegou a cogitar a manutenção dos juros estáveis. Ocorre que surgiu uma enorme pedra no meio do caminho do aperto monetário do banco central americano: o SVB, Silicon Valley Bank.

A manutenção de uma política monetária extremamente expansionista por longo período de tempo gerou distorções que agora estão cobrando um alto preço na esteira do aperto monetário extremamente rápido. Uma das vítimas foi o SVB, aparentemente obrigado a se desfazer de posições em títulos de longo prazo para honrar saques de seus correntistas, incorrendo assim em enormes prejuízos financeiros. O resultado foi uma corrida à instituição californiana e a outros bancos de médio porte que levou o governo dos EUA a anunciar medidas para prover liquidez e garantir depósitos.

Para aumentar a preocupação com a saúde do sistema financeiro global, o banco suíço Credit Suisse, que já vinha enfrentando dificuldades há algum tempo, sucumbiu a uma vertiginosa perda de confiança nos mercados que culminou na sua aquisição por seu maior concorrente no país, orquestrada pelo governo suíço.

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

O governo Lula 3 permanece amarrado ao princípio de que “gasto é vida” e vai tentar de tudo para implementar o ajuste fiscal pelo lado da arrecadação de impostos. Caso isso não seja possível, parece-nos que haverá somente dois caminhos possíveis a serem seguidos: reformas de difícil aceitação política que reduzam gastos públicos, ou mais inflação para fechar o buraco das contas públicas via imposto inflacionário.

Essa situação, é claro, em nada facilita a vida do Banco Central, que segue inabalável na manutenção da taxa Selic a 13,75%. Na reunião do COPOM de março, a autoridade monetária adotou uma postura fundamentalmente técnica, preferindo ignorar a controvérsia política sobre o nível da taxa de juros e conveniência de se manter a independência do banco central.

De acordo com o BC, a execução da política monetária requer “serenidade e paciência” para controlar a inflação através da administração da taxa de juros básica da economia. Ou seja, não há espaço para cortes nesse momento. Assim, a menos que a economia desacelere muito mais rapidamente que esperamos ou os detalhes e medidas complementares do arcabouço fiscal surpreendam positivamente, o BC dificilmente cortará a taxa SELIC antes de setembro.



Nos mercados internacionais, a instabilidade levou a uma deterioração das condições financeiras, amplificando o efeito contracionista do aperto monetário realizado por bancos centrais de todo o mundo. No caso dos EUA, por exemplo, a própria fuga de depósitos bancários de bancos regionais poderá ter um efeito contracionista na oferta de crédito. Consequentemente, a turbulência no setor bancário provavelmente encurtará o ciclo de aperto monetário nos países desenvolvidos.

Isso não significa, todavia, que o Fed está fadado a apelar ao que no Brasil chamamos de “cavalo-de-pau”, uma abrupta reversão de política. Embora o mercado esteja precificando cortes de juros no segundo semestre do ano, é preciso ter em mente que a inflação permanece elevada, mostrando um desconfortável impulso inercial, sobretudo no setor de serviços. Assim, a menos que haja uma exacerbação da crise bancária, não acreditamos que o Fed terá espaço para relaxar sua política monetária este ano. No fim das contas, como no Brasil, a economia dos EUA terá que desacelerar ainda mais para reduzir a pressão no mercado de trabalho e garantir a continuidade do processo de desinflação.

#### **Sterna Total Return FIC FIM**



## Studio Investimentos

Muitas novidades ocuparam os mercados ao longo de março. Do lado externo, os problemas nos bancos americanos SVB e Signature, bem como no europeu Credit Suisse, sugerem que o processo de aperto está deixando rastros muito significativos – ainda que isso não raro ocorra em momentos de subida de juros - e que as condições econômicas gerais devem continuar arrefecendo, diminuindo a inflação (tanto a corrente quanto as expectativas).

No Brasil, o anúncio do novo arcabouço fiscal pelo governo não abarcou todas incertezas do mercado: apesar da noção de que agora há algum plano a ser discutido, ainda restam muitas dúvidas com relação à sua execução, dado que todas simulações dos analistas sugerem a necessidade de aumento de receitas além do que o governo parece conseguir, frente ao desenho atual do congresso e a afirmação do Ministro da Fazenda de que novos impostos não serão implantados.

Para os veículos Long Only, as principais contribuições foram Equatorial, Rumo e Energisa, com Hapvida, Petroreconcavo e SmartFit sendo os principais consumidores de resultado em março de 2023.

O Studio Long Bias também sofreu impactos da alta volatilidade dos ativos, mantendo uma exposição líquida média maior ao longo de março. A melhora momentânea dos mercados, mais perto do final do mês, permitiu ao fundo observar boa recuperação, com os hedges contribuindo para mitigar as perdas olhando a janela mensal.

O fundo acaba de completar 12 meses. Nesse período, o fundo apresentou 55% de retorno acumulado, versus -15% do Ibovespa e 11% do IPCA + Yield do IMAB5+.

Reconhecemos que é ainda o início de uma longa trajetória, mas ficamos muito satisfeitos que, apesar do cenário difícil que vivemos para a bolsa no Brasil, a carteira no composto funcionou. Destaca-se o resultado das proteções (hedges), que tiveram contribuição fundamental nesse período complexo.

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

Para a estratégia long only, encerramos o mês com a exposição líquida ao redor de 98%. As principais posições do fundo são Equatorial, Eletrobrás, Rumo e BTG Pactual, sendo que as 10 maiores ocupam aproximadamente 65% da exposição do portfólio.



O Studio Long Bias terminou março com exposição líquida de 68% e bruta de 183%, ajustando as posições para o cenário de incerteza tributária criado após o anúncio do marco fiscal. As principais posições da carteira long se concentram nos setores Financeiro, Energia Elétrica, Shoppings e Varejo/Consumo.

**Studio Institucional FIC FIA / Studio 30 FIC FIA / Studio 15 FIC FIA**



## SulAmérica Investimentos

Março trouxe desenvolvimentos importantes para os mercados.

No mundo, a estabilidade financeira foi testada nos EUA e Europa com os casos de SVB e Credit Suisse. Esses eventos, embora estejam sendo enfrentados com remédios distintos, tiveram impactos importantes nas perspectivas de política monetária ao redor do mundo. FED e ECB continuaram com elevações de juros mas as curvas indicam uma reversão desse movimento em breve, com o aumento do temor sobre recessão a frente, trazendo o pêndulo que descrevemos algumas vezes aqui para este lado em detrimento da inflação.

Para os mercados, após uma janela de temor sobre uma nova crise financeira global, as ações dos governos se mostraram firmes e tivemos boa performance das bolsas na esteira de um cenário com menores taxas de juros adiante. Ainda, China manteve sua retomada de crescimento.

No Brasil, além dos impactos globais, continuamos acompanhando a pressão sobre o BCB para o corte de juros - refutado para o curto prazo de maneira técnica na reunião do COPOM de março, além de conhecermos as bases do arcabouço fiscal do novo governo. Na discussão sobre um possível "credit crunch", discordamos até então, com leitura semelhante à do BCB e inclusive observando uma melhora gradual do mercado de capitais.

Nesse ambiente, os destaques no mês foram a Renda Fixa Local e o Real enquanto Bolsa apresentou novamente perdas.

O Ibovespa encerrou o mês com desvalorização de -2,91%. Os demais índices tiveram as seguintes variações: S&P 500 +3,51% (USD), Euro Stoxx +1,81% (EUR) e Nikkei +2,17% (JPY). Nas commodities, o petróleo tipo Brent fechou em US \$ 79,83 (-3,26% no mês) e o minério de ferro em US \$125,10 (+2,21% no mês).

No mercado de crédito, tivemos um mês de março ainda de ajustes no mercado de crédito privado brasileiro. Mesmo sem nenhum evento novo de recuperação judicial ou notícia de reestruturação financeira de alguma empresa em nosso universo de atuação, o mercado continuou vendedor de ativos. Isto se deve em grande parte aos resgates de fundos que continuaram no mês de março. Com isso, os spreads, que são os prêmios de risco, continuaram a aumentar, trazendo retorno abaixo do esperado para diversos ativos, principalmente os corporativos. Mais avesso a risco, o mercado acabou penalizando empresas que tiveram resultado pior no ano passado ou que estão incluídos em setores mais sensíveis.



Algumas emissões com taxa mais alta no mercado primário também levaram ao aumento das taxas no mercado secundário e por consequência nas taxas de marcação dos ativos de crédito.

**Perspectivas para o mês de abril:**

Adiante, na conjuntura internacional, acompanharemos os temores sobre eventual crise bancária enquanto os dados de inflação ainda preocupam. Esse equilíbrio ainda se mostra bastante instável para os ativos de risco.

No Brasil, as diretrizes sobre o arcabouço fiscal nos mantêm céticos quanto a melhora na trajetória da dívida no curto prazo. Esse debate será intensificado ao longo de abril e dará luz a mais detalhes do que até então entendemos ser mais uma carta de intenções, com ajuste bastante gradual e com necessidade de aumento de arrecadação, possivelmente com elevação da carga tributária. Monitoraremos atentamente esse tema, que por ora, apesar de não explosivo, também não acreditamos que leve a queda significativa dos prêmios de risco nos ativos locais ou das expectativas de inflação, assim sem alterar as perspectivas de que o afrouxamento de política monetária não é iminente.

Assim, após fechamento importante nas curvas de juros real e nominal, e diante das dúvidas sobre as contas públicas e incertezas no mercado internacional, entendemos que o momento é de cautela na alocação de risco.

No mercado de crédito, acreditamos que vários dos ajustes nas taxas de ativos de crédito já deveriam estar perto do fim, uma vez que algumas emissões começaram a reduzir as taxas novamente. Vimos também algumas empresas anunciando capitalizações no mercado acionário, o que leva a um aumento na liquidez corrente das companhias e redução de seus endividamentos. A venda de ativos também pode ajudar nos compromissos de curto prazo. Embora ainda exista muito ruído no mercado de crédito como um todo, a tendência é que os emissores de maior qualidade, chamadas High Grade, sejam menos susceptíveis aos eventos de crédito.



Continuamos fazendo os ajustes necessários nas carteiras que gerimos, sempre rebalanceando os riscos de crédito. Dado que não houve eventos de inadimplência, os prêmios mais altos e o nível de taxa de juros elevado devem trazer retornos maiores em um futuro próximo.

**SulAmérica Juro Real Curto FIRF LP / SulAmérica Selection FIA / SulAmérica Evolution FIM / SulAmérica Crédito Ativo FIRF CP LP / SulAmérica Total ESG FIA IS / SulAmérica Inflatie FIRF LP / SulAmérica Ativo FIRF LP / SulAmérica Exclusive FIRF Referenciado DI / SulAmérica Excellence FIRF CP / SulAmérica Integral FIC FIM CP / SulAmérica Crédito ESG FIRF CP LP / SulAmérica Long Biased FIM / SulAmérica Selection FIC FIA / SulAmérica Infra Fundo Incentivado de Investimento em Infraestrutura RF / SulAmérica Premium FIRF Referenciado DI CP / SulAmérica Crédito Inflação FI RF CP LP / SulAmérica Alocação FIC FIM CP / SulAmérica Saúde e Biotecnologia FIA**





## Tagus Investimentos

### TAGUS TOP FIRF CP II

O Fundo fechou o mês com retorno de 0,098%.

O mês foi impactado tanto por ajustes nas várias debêntures do mercado, especialmente nos níveis AA e A. Porém a marcação mais contundente veio dos papéis de Light, ajustados para próximos de 35% do seu valor de face, praticamente em linha com o que se observa na precificação de seus Bonds Off-Shore.

Relembramos que nossa exposição no Fundo está na LIGHB6, papel que tem amortização parcial de 50% da dívida no próximo dia 15/04, havendo até aqui sinais razoáveis de que seu cronograma de pagamento deverá cursar normalmente.

Importante considerar que quaisquer ajustes nos futuros termos da renovação da concessão, bem como ajustes de reperfilamento de sua dívida, preveem que a companhia esteja adimplente para chegar a tais avanços. A condição de caixa atual da companhia junto com seu recente pré-pagamento de uma dívida com entes estatais, reforça essa nossa impressão.

### TAGUS ABSOLUTO FIM

O fundo obteve rentabilidade de 0,9669%, equivalente a 82,31% do CDI.

A vulnerabilidade do sistema bancário mundial, provocada pelas altas sucessivas das taxas de juros, trouxe novamente a discussão sobre o fim do ciclo desse movimento, mesmo com a economia americana demonstrando ainda sinais de resiliência e a inflação resistindo a ceder de forma contundente.

Diante desse cenário de muitas incertezas, preferimos manter baixas exposições direcionais, focando em movimentos de distorções pontuais que entendemos que sejam acentuadas. Com isso, obtivemos ganhos em juros de 10 anos dos EUA, long&short intrassetorial e aplicação em juros de médio prazo no Brasil. Em contrapartida, perdas foram verificadas em posições táticas compradas e posição de dólar X real.

### TAGUS FUNDAMENTAL FIA

O Tagus Fundamental FIA teve retorno de - 0,394% versus -2,906% do Ibovespa.

O mês seguiu negativo na expectativa do anúncio do futuro arcabouço fiscal que só foi anunciado no final do mês.



Apesar de seu anúncio ter trazido algum impacto positivo ainda persistem dúvidas sobre sua exequibilidade.

Entre os destaques positivos do mês ficaram os setores mais sensíveis a juros - locadoras de veículos e concessões rodoviárias - e entre os destaques negativos os setores de petróleo e educação.

**Perspectivas para o mês de abril:**

Finalmente foi divulgado o novo "arcabouço fiscal". Ainda há detalhes a serem esclarecidos, e a discussão tem que ocorrer no congresso. Portanto, muitas mudanças ainda podem ocorrer. Com isso, é impossível ter opinião definitiva sobre o desenho final e os efeitos sobre os ativos brasileiros. Dito isto, julgamos que, aos preços correntes da bolsa e dos juros futuros, o simples fato de que agora existe um arcabouço, que permita o mínimo de previsibilidade, é boa notícia. Ou seja, a partir de agora pelo menos pode-se traçar cenários sobre a trajetória da política fiscal e estimar os impactos sobre crescimento e, sobretudo, inflação. Essa previsibilidade ajuda os agentes a refazerem contas, e restabelecer os preços de ativos importantes, como principalmente os juros de longo prazo. Soma-se a isso o fato de que o debate em torno da reforma tributária segue ocorrendo de forma construtiva entre os setores da sociedade e representantes do governo e congresso. Consideramos bastante provável que as novas regras fiscais exijam uma elevação da carga de impostos (via reforma tributária) em determinados setores, como serviços. Mas na ausência de grandes guinadas no plano fiscal ou um abandono da agenda de reforma tributária, ficamos mais construtivos, aos preços correntes, com os ativos brasileiros.

**Tagus Fundamental FIA / Tagus Absoluto FIM / Tagus TOP FIRF CP II**



## Távola Capital

O mês de Março foi marcado por um forte aumento da volatilidade dos mercados por conta da corrida bancária ao Silicon Valley Bank e posterior derrocada do Credit Suisse. Os Bancos Centrais e governos, tanto dos Estados Unidos quanto Europa, conseguiram agir rapidamente para conter um aumento do stress e novas corridas bancárias, entretanto, as consequências dos eventos recentes sobre o mercado de crédito e economia ainda não estão totalmente claras. As taxas de juros reagiram a esse aumento da incerteza, com a curva de Fed Fund aumentando a precificação de cortes de juros ao longo desse ano, e o FOMC deixando seus futuros movimentos mais abertos, a depender da evolução dos dados da economia.

Na Zona do Euro, o ECB seguiu com um aumento de 50 bps na taxa de juros, preferindo desvencilhar completamente os instrumentos para lidar com as metas de inflação e eventuais problemas de liquidez, negando qualquer trade-off entre estabilidade financeira e estabilidade de preços. A China segue na recuperação da atividade econômica, com os indicadores de PMI surpreendendo as expectativas e com o mercado imobiliário que vem apresentando uma melhora expressiva em relação ao patamar mais deprimido dos últimos anos.

No Brasil o destaque ficou por conta da apresentação de alguns detalhes do novo arcabouço fiscal pretendido pelo Ministério da Fazenda, assim como das metas para superávit primário para os próximos anos. O texto do projeto deve ser apresentado em meados do mês de abril, dando mais clareza a importantes pontos que ainda estão em abertos e vão influenciar na trajetória de gastos à frente. Está claro que tanto para o sucesso desse novo arcabouço, assim como para o atingimento das metas fiscais, é necessária uma elevação recorrente das receitas do governo e consequente aumento da carga tributária.

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 hedges de portfolio e algumas posições vendidas. Os destaques negativos foram os setores de Saúde, Consumo/Varejo não-discricionário e Utilities.



**Perspectivas para o mês de abril:**

Após os eventos do mês de Março, o FED deve seguir mais cauteloso na condução da política monetária, provavelmente pausando o ciclo de aumento de juros em breve, até ter uma melhor noção dos efeitos do crédito mais restrito sobre a atividade, emprego e inflação. Com as expectativas de inflação de longo prazo contidas, as chances de termos uma desancoragem das expectativas se reduzem e com isso o FED pode dar mais peso a estabilidade financeira em seu balanço de riscos, alongando o horizonte de convergência da inflação para a meta. Nesse sentido será fundamental acompanhar o desenrolar dos eventos recentes sobre o setor bancário, a oferta de crédito e a confiança dos agentes econômicos.

No Brasil, mantemos uma visão negativa em relação à política econômica do atual Governo. O novo arcabouço fiscal proposto pelo Governo vai ainda na direção de uma expansão dos gastos do governo e necessita de um aumento das receitas e um maior crescimento do PIB para conseguir uma estabilização da dívida. Na ausência de reformas econômicas e em um ambiente de maior carga tributária, vemos com certo ceticismo um maior crescimento.

**Távola Equity Hedge FIM / Távola Absoluto FIC FIA II / Távola Absoluto FIC FIM II / Távola Absoluto FIC FIA / Távola FIC FIM**



## Tenax Capital

### Tenax Macro:

Nos mercados, o fundo se beneficiou do grande fechamento de taxas de juros que tivemos durante o mês com posições aplicadas nos EUA e Canadá.

No Brasil, o fundo também se beneficiou de posições aplicadas nos juros locais e de posições de aumento de inclinação da curva de DI. A moeda brasileira tem performado muito bem e nos parece haver espaço para que esse movimento se mantenha, principalmente se o ambiente externo de desvalorização da moeda americana se manteve e o tema de reabertura chinesa conseguir efetivamente contagiar outros ativos globalmente.

### Tenax Ações:

O Tenax Ações apresentou uma queda de 5,13% em março, performance inferior à do Ibovespa no mês. Os principais destaques positivos de performance no mês ficaram por conta das posições compradas em empresas dos setores de Utilities, Distribuição de Combustíveis e pelo nosso investimento no Grupo GPS, empresa de terceirização de serviços que compõe o nosso portfólio desde o início do fundo. Já os principais detratores de performance vieram das posições compradas nos setores de Saúde, Commodities e Varejo.

### Tenax Total Return:

O Tenax Total Return apresentou queda de 2,73%, frente a uma valorização de 1,41% do IPCA+ Yield do IMA-B. As maiores contribuições positivas vieram das posições aplicada em Juros Brasil e vendida em ações da Petrobras. Do lado negativo, os destaques vieram das posições compradas nos setores de Saúde e Varejo.

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

#### Tenax Macro:

No mercado de juros globais, continuamos com viés aplicador de taxas americanas, entendendo que o ciclo de aperto do FED está próximo do fim e vislumbrando um aperto mais forte do crédito na economia. A Europa nos parece mais resiliente ao choque advindo da crise bancária e trabalhamos com viés tomador de taxas principalmente na parte curta da curva. Mantivemos também posições defensivas comprados na moeda japonesa e vendidos em bolsa americana.



No mercado de moedas, o fundo está operando vendido em USD contra EUR e JPY. Somos bastante céticos quanto ao forte rally que tivemos nas bolsas americanas no mês de março, por isso mantivemos nossas posições vendidas através de estruturas de opções no índice S&P500.

Para Brasil, acreditamos que a janela para corte de juros está se abrindo e seguimos com o viés doador de juros.

Tenax Ações:

Ao longo do mês, reduzimos nossas exposições nos grupos de setores cíclicos globais, em especial no setor de Petróleo & Gás e Mineração, movimento parcialmente compensado pelo aumento na exposição no setor de agribusiness. Também aumentamos marginalmente a exposição no setor de Varejo.

Tenax Total Return:

Aumentamos marginalmente nossa exposição líquida, principalmente através de posições no grupo de cíclicos domésticos, principalmente no setor de varejo.

**Tenax Total Return FIC FIM / Tenax Macro FIC FIM / Tenax Ações FIC FIA**



## Trígono Capital

Os Mercados financeiros foram impactados pelos eventos bancários que exigiu pronta atuação do BC dos EUA para evitar efeitos de contágio sistêmico. Europa com os riscos em bancos como o CS, cuja solução foi a incorporação com o UBS. Os ativos de maiores retornos como ações brasileiras continuam sendo negociados no menor nível de P/E dos últimos 10 anos. O estresse financeiro se sobrepôs aos fundamentos das empresas e de setores. Durante o estresse bancário do último mês, o petróleo teve uma forte queda, descolando dos fundamentos do mercado de energia que continua com oferta apertada e demanda robusta. Nossas exposições aos setores de commodities oscilaram neste contexto, entretanto, os fundamentos devem retornar com a retomada da China que deve acontecer de forma mais robusta no 2Sem

### Perspectivas para o mês de abril:

Sim, o mercado está de olho, mais que em qualquer coisa, no que aconteceu no último trimestre – principalmente em busca de tentar ver algo que indique como será o trimestre seguinte. Isso tem o equívoco, para o qual sempre chamamos atenção, de perpetuar o tal do curto-prazismo. Tomar o balanço trimestral como base para se avaliar uma empresa é como querer formar um conceito acerca da cultura de um país partindo apenas de um folheto promocional de turismo (adaptando uma comparação feita pelo filósofo Thomas Kuhn acerca da ciência).

Na Trígono não é assim: porque nosso horizonte de investimento é de fato de longo prazo (ao menos 3 anos), apresentaremos o desempenho das empresas num prazo que julgamos o mínimo para que se possa fazer sobre elas uma avaliação digna do nome. O que aconteceu, o que estão realizando, dinâmica do mercado onde atuam, balanços sólidos – esses são os critérios que nos fazem construir portfolios. Só assim é possível reconhecer empresas vencedoras, capazes de sair mais fortes ainda das crises. Preços refletem a crise ou euforia, quase sempre exagerada; já valores são construídos no longo prazo. Faz lembrar Oscar Wilde, para quem saber o preço de tudo e o valor de nada definia os cínicos.

Períodos de crise – e estas têm se repetido com frequência – afeta mercados de renda variável: taxas de juros sobem, investidores buscam o que julgam mais seguros (renda fixa, e títulos públicos por exemplo) e se desfazem do que consideram mais exposto a riscos. E esperam um momento mais oportuno para voltar ao mercado de ações, quando as “coisas estiverem bem”. Não custa uma vez mais repetir. O famoso market timing.



Esse movimento, como sabemos todos e já tivemos ocasiões de discuti-lo aqui, é comportamental. É o que caracteriza manadas ou rebanhos: um indivíduo se sente protegido de predadores em meio a um grupo. Um membro desgarrado do rebanho seria supostamente presa mais fácil aos predadores. Mas o que de fato protege o indivíduo não é o ser mais inteligente em meio a todos os demais, e sim o mais disciplinado. O mercado financeiro tem um fenômeno semelhante. O que todos aprendem é que a dinâmica é comprar-na-baixa/vender-na-alta – mas surpreendentemente poucos a aplicam. Preferimos a “certeza” de errar com todos a incorrer no risco de acertar sozinho. O medo de perder é maior que a vontade de ganhar.

Na Trígono, somos gestores. Nos cabe cumprir o desejo de nossos investidores. A compra ou venda segue o fluxo de novas aplicações ou resgates, e a entrada de dividendos. Apenas fazemos alocações de recursos, sem qualquer poder de decisão de compra ou venda, na entrada ou saída líquida dos recursos dos fundos.

**Trígono Flagship Small Caps FIC FIA / Trígono Delphos Income FIC FIA / Trígono Flagship 60 Small Caps FIC FIA / Trígono Verbier FIC FIA / Trígono Power & Yield 30 FIC FIA / Trígono Horizon Microcap FIC FIA / Trígono Pulsar Blend FIC FIM CP**





## Trivèlla M3

O mês de março ficou marcado pelo problema dos bancos regionais nos EUA e expectativa do novo arcabouço fiscal. O TM3 Long Biased FIM fechou o mês caindo -6,18% contra -2,91% do IBOV em virtude do desempenho das ações compradas (exposição em petróleo sendo o principal detrator do mês). Além disso, mesmo com os problemas no sistema financeiro, o S&P500 terminou o mês em alta, o que prejudicou a estrutura de proteções do fundo.

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

As perspectivas para o mês continuam nebulosas, mas mantemos baixa expectativa para performance dos ativos de risco. Nossas maiores convicções estão centradas para lateralização com perspectiva de queda para o S&P500, juros brasileiro estável após queda no mês de março, e vemos espaço de correção para dólar e bolsa.

### **TM3 Long Biased FIM / TM3 Small Caps FIA**



## Tropico Latin America Investments

O Trópico Value FIA, teve um mês de queda nos preços dos ativos, mesmo com as empresas desempenhando muito bem. De forma geral o mercado tem precificado riscos macroeconômicos, de juros, inflação e desaceleração econômicas de forma muito intensa, de acordo com os sinais dados pelo novo governo, de irresponsabilidade fiscal e descontrole. As empresas do portfólio permanecem com resultados muito sólidos, melhores do que nossas estimativas, e mesmo assim, seus preços caíram. Para quem gere recursos de longo prazo como nós, focando na qualidade das empresas, sabemos que em momentos de stress extremo é o melhor momento para alocar recursos em empresas. O fundo encerrou o mês com um retorno de -2,30% vs -2,91% do Ibovespa em março.

Trópico VEX FIM, é um fundo tático que opera diversas estratégias de momento e tendências de alta liquidez. Depois de algum tempo operando com uma volatilidade muito abaixo de seu potencial, desde julho/2022 tem voltado aos níveis de 3 a 5% de volatilidade anualizada e seus resultados, apesar de mais voláteis, tem apresentado um retorno consistente aos cotistas frente aos pares se mostrando uma ótima forma proteger capital. O fundo acabou sendo bastante impactado pelo cenário conturbado do país e que puxou a indústria para baixo. O indicador mais adequado de comparação é o índice ANBIMA IHFA. Maiores detalhes sobre a performance do mês em nosso relatório de performance disponível no site.

Trópico Cash Plus FIM, manteve seu retorno muito acima dos pares de mercado, com uma estratégia disciplinada de alocação de caixa sem risco de crédito corporativo privado. Por conta de sua estratégia, o fundo tem passado ileso aos episódios de risco de crédito vistos no mercado. Focado em operações de termo e títulos públicos federais.

O Trópico Schweitzer DIV FIA é um fundo de investimento em ações com foco em ações pagadoras de dividendos. O objetivo do fundo não é somente ter um portfólio menos arriscado de empresas, com menos volatilidade que o Ibovespa e mais retorno no tempo, mas também ser um mecanismo robusto de crescimento composto com empresas que distribuem constantemente ou por necessidade, ou por modelo de negócios, uma quantidade relevante de proventos. Uma ótima forma de se construir um patrimônio para aposentadoria e previdência. O fundo encerrou o mês com um retorno de -0,59% vs -2,02% do IDIV em março.



Trópico ENOK FIM, é um fundo tático que opera diversas estratégias de momento e tendências de alta liquidez. O fundo vem operando com uma volatilidade abaixo de seu potencial, de 10 a 12% de volatilidade anualizada e seus resultados, apesar de mais voláteis, tem apresentado um excelente retorno aos cotistas frente aos pares. O indicador mais adequado de comparação é o índice ANBIMA IHFA. Maiores detalhes sobre a performance do mês em nosso relatório de performance disponível no site.

**Perspectivas para o mês de abril:**

Trópico Value FIA: em momentos como o que estamos passando, não faz sentido vender empresas que conhecemos e gostamos, e trocá-las por negócios que ainda não possuem o conhecimento em profundidade necessária para alocaarmos. Mesmo com preços mais baixos. Estamos avaliando oportunidades de mercado, mantendo um nível de alto de caixa e aumentando posições em empresas que conhecemos com parcimônia e precaução.

Trópico VEX FIM: manter a estratégia tática de operar em diversos mercados, com uma volatilidade entre 3 e 6% ao ano.

Trópico Cash Plus FIM: o cenário é muito favorável para alocação neste tipo de fundo e por isto seu retorno tem sido espetacular. Se ainda colocarmos o risco de atingi-lo, melhor ainda. Com uma volatilidade muito baixa e risco B3 nas operações a termo, nosso esforço em fechar parcerias frutíferas com diversas plataformas do mercado tem dado um resultado espetacular para os cotistas. Vamos manter esta linha de ação e buscar melhorar o retorno do fundo dentro de sua margem de segurança e risco. Vale lembrar que nossa expertise neste tipo de fundo começou em 2015 e por isto, temos muito experiência em como geri-lo sem aumentar seus riscos. Excelente produto para o momento atual e para estacionar dinheiro. O fundo completou 6 meses no mês de março e a partir de agora podemos divulgar melhor sua performance.

Tropico ENOK FIM: manter a estratégia tática de operar em diversos mercados, com uma volatilidade entre 10 e 12% ao ano.

**Tropico Cash Plus FIM / Tropico Value FIA / Tropico Vex FIM**



## Tyton Capital

No final de março, a gestão do Mogno Amazônia e Mogno Pantanal foi transferida para a Tyton. Embora, o nome dos fundos tenha sido alterado, Tyton Ações e Tyton Crédito, a equipe de gestão permanece a mesma.

A Tyton Capital nasce com cerca de R\$ 300 milhões sob gestão com foco nas estratégias de Crédito Privado e Ações. Acreditamos que a confiança é a base de toda parceria de sucesso, e, por isso, investimos grande parte de nosso patrimônio nos fundos da casa, reforçando o nosso comprometimento com os melhores resultados. Estamos comprometidos com estratégias que visam a geração de valor a longo prazo e esperamos estabelecer parcerias duradouras e bem-sucedidas.

**TYTON CRÉDITO:** O início de março foi uma continuidade de fevereiro, com a abertura dos spreads de crédito de diversas empresas. Ao longo do mês, a expectativa pelo anúncio do 'arcabouço fiscal', que acabou se confirmando, fez com que a parte média e longa da curva caísse para algo como 12% ~ 12,5%. Enquanto isso, a reunião do Copom, que teve um tom mais duro e afirmou que para fazer a inflação cair para a meta precisaríamos de juros ainda mais altos, acabou ancorando os juros mais curtos para valores mais próximos da Selic atual.

A amostra de papéis que monitoramos também mostra uma dispersão grande entre papéis que abriram ou fecharam seus spreads ao longo do mês. No final de março, observamos que os spreads começaram a fechar. Acreditamos que esse movimento tenha ocorrido após a divulgação de notícias individuais sobre empresas conseguindo melhorar sua estrutura de capital e com a expectativa de menor custo com a possível queda da Selic mais à frente. Parece ser um bom ponto de entrada e estamos sendo mais ativos com a carteira do fundo.

Com esse cenário um pouco mais calmo, o fundo começa a se aproximar mais do rendimento alvo, mas ainda aquém do normal. Mantivemos a volatilidade em torno de 0,3% e o carregamento bruto fechou em 3,73%, esperamos capturar esse carregamento mais alto em breve.

**TYTON AÇÕES:** Pelo terceiro mês consecutivo, o Tyton Ações teve rentabilidade superior ao Ibovespa (-1,5% vs. -2,9%). No ano, o fundo acumula alta de 0,9% vs. -7,2% do índice. Além da queda, o índice apresentou alta volatilidade ao longo do mês. Nem a entrega do novo marco fiscal, que já foi apelidado de novo piso dos gastos, conseguiu ajudar muito. A principal esperança de termos uma garantia de dinâmica da dívida bruta saudável foi mal-recebida pelos agentes financeiros e a previsão é que gere uma dinâmica de aumento de carga fiscal para que possa ter um mínimo de sucesso, se é que será exequível.



Nesse cenário, em que prevemos que a queda dos juros será mais lenta do que a que todos gostariam, e caso isso não ocorra o ajuste terá que ser feito pelo câmbio, estamos mantendo distância de cases mais suscetíveis a canetadas do governo. Por exemplo empresas com muita vantagem fiscal que possam ser afetadas por uma reforma tributária, ou empresas que dependam de um real muito forte.

Realizamos alguns ajustes no portfólio ao longo do mês, zeramos as posições de Ânima e Eneva por razões macro e micro, e montamos uma nova posição em Localiza. Além disso, estamos com mais caixa do que no começo do ano, em torno de 16% do fundo. As maiores posições continuam sendo Sigma Lithium, GPS e Totvs.

**Perspectivas para o mês de abril:**

Buscando mostrar serviço, o governo anunciou no fim dos 90 dias de novo governo o Marco Fiscal, que nas próximas semanas deverá ser discutido no legislativo. Este será o primeiro teste de força do governo na Câmara e Senado, e ao que tudo indica, não será um tema fácil para obter ganho. Além disso, o Marco Fiscal é um dos pontos chave que o Copom citou como entrave para reduzir a taxa Selic, portanto, este segue sendo um dos principais pontos a serem monitorados pelo mercado.

**Tyton Crédito FIM CP / Tyton Ações FIC FIA**



## Upon Global Capital

A incerteza em relação à saúde do setor bancário foi protagonista, ofuscando os dados que fizeram preço nos últimos meses. No início de março, o FDIC tomou o controle do SVB e do Signature Bank. As curvas de juros fecharam e os ativos de risco sofreram perdas. Na Europa, o Credit Suisse foi comprado pelo UBS depois de enfrentar problemas de liquidez. Temores a respeito da saúde financeira do Deutsch Bank também mexeram com o mercado. Apesar da volatilidade durante março, no fim do mês os ativos de risco tiveram novas altas em meio a uma melhora do sentimento em relação aos bancos.

Os dados do mercado de trabalho americano apresentaram com sinais mistos. A criação de empregos veio novamente bem mais forte que a esperada. Por outro lado, a taxa de desemprego subiu, e os salários também mostraram desaceleração do aumento na margem. Os dados de inflação mostraram aparente melhora, mas os dados do núcleo ainda apontam para uma inflação persistente e alta. Em relação a política monetária, o ECB, Fed, o SNB, o BOE e Norges Bank (da Noruega) aumentaram as taxas de juros em linha com o esperado. O Banxico elevou a taxa acima do que era esperado pelo mercado. No Brasil, o COPOM não mexeu na taxa. Em relação ao BOJ, a reunião de março foi a última com Kuroda à frente do Banco e não houve alteração em relação a política monetária - a partir de 9 abril o cargo será ocupado por Ueda.

Tivemos ganhos nas posições compradas em ouro e realizamos lucro aplicados no juros americanos. Tivemos perdas nas posições vendidas no S&P e vendidas no euro.

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

Em FX, reduzimos nossa posição vendida em euro, aumentamos a posição vendida em real e encerramos nossa posição comprada em yen. Em commodities, encerramos a posição comprada em petróleo e abrimos posição comprada em ouro. Em equities, reduzimos nossa posição vendida em S&P e encerramos nossa posição vendida em bolsa europeia. Em rates, estamos tomados na parte longa da curva de juros americanos.

### **Upon Global Macro FIC FIM**



## Vêneto Investimentos

No cenário global, tivemos alguns eventos relevantes ao longo do mês e as primeiras consequências do aperto monetário foram sentidas no sistema financeiro global. A quebra do banco americano SVB e a aquisição do Credit Suisse pelo UBS (para salvar o banco que estava em situação delicada), trouxe para o cenário base dos mercados um maior risco de recessão. Mesmo com o FED subindo em 0,25bps os juros americanos, o mercado reagiu positivamente com um possível fim do ciclo atual (cenário de corte com probabilidades mais altas) e as curvas americanas apresentaram um fechamento importante. Os próximos dados do mercado de trabalho e inflação devem ditar o cenário base dos próximos meses.

No Brasil, o governo apresentou uma nova regra fiscal. Ainda não foram dados detalhes, mas a reação dos mercados foi positiva, já que a regra possui mecanismo de controle de gastos melhor do que o previamente imaginado. A princípio a regra não parece estabilizar o endividamento do país, a não ser que um aumento de receita acima do usual aconteça. Os mercados devem acompanhar essa incerteza de perto no curto prazo, principalmente em como um possível aumento de tributação afetaria os setores da bolsa. O IPCA-15 em março veio abaixo das projeções, ficando em 0,69%, com destaque para serviços que veio bem abaixo do esperado.

No fechamento de março tivemos rentabilidade de -0,83% versus -2,91% do nosso benchmark. Os maiores detratores para a performance no mês foram os setores de petróleo e celulose. Acreditamos que os prêmios de risco nos ativos brasileiros estão demasiadamente elevados, o que consideramos uma oportunidade de alocação a médio-longo prazo.

Ao longo do mês zeramos a exposição em um ativo do setor de utilidades públicas, já que o controlador fez uma proposta de fechamento de capital (OPA) e consideramos o valor oferecido justo. Acrescentamos uma posição no setor de healthcare, após uma queda relevante do ativo devido a um fluxo de venda de fundos. Acompanháramos a empresa a mais tempo e gostávamos bastante do qualitativo. Depois de uma forte performance negativa do case ao longo dos últimos meses, aproveitamos a oportunidade para montar posição a um valuation bastante atrativo. Por último, montamos posição em uma empresa do setor de saneamento que está passando por um ciclo de reajuste tarifário. O mercado precifica um reajuste de tarifa próximo de 4% e acreditamos que a magnitude do reajuste vai ser bem maior, por volta de 20%. Estamos expostos a essa posição via derivativos.



**Perspectivas para o mês de abril:**

Continuamos com uma carteira equilibrada, dado o cenário incerto, com exposição a setores mais defensivos, companhias com receita dolarizada e ao mercado doméstico. Ainda enxergamos diversas oportunidades com os atuais níveis de valuation, mas o momento exige cautela e equilíbrio na seleção de ativos. Caso o novo regime fiscal se mostre crível para melhorar a trajetória do endividamento no país, podemos reavaliar a exposição e aumentar ativos domésticos na carteira.

Temos um viés mais negativo para bolsa americana e commodities metálicas, dado o risco de recessão mundial, o qual não enxergamos precificado. Inclusive, os acontecimentos ao longo do mês aumentaram a probabilidade de recessão no cenário base do mercado, o que trouxe queda para os preços das commodities.

Continuamos com um viés positivo para o petróleo, já que mercado continua apertado, ainda mais com o corte de produção de mais de 1 milhão de barris pela OPEP. Estamos atentos para oportunidades de montagem de proteções no Brasil e exterior.

**Veneto Dynamic FIA BDR Nível I**





## Vinci Partners

Vinci Mosaico- Em março, o fundo obteve um retorno de -3,38% vs. -2,91% do Ibovespa. No ano, acumula um retorno de -6,58% vs. -7,16% do Ibovespa. Como destaque positivo, podemos mencionar o bom desempenho de uma das nossas investidas no setor elétrico. O resultado do 4º trimestre de 2022 foi bom e superou as expectativas do mercado. Além disso, o Ministro de Minas e Energia declarou que, provavelmente, não haverá cobrança de outorga para renovar as concessões de distribuição de energia, o que aliviou a percepção deste risco relacionado ao setor. Em contrapartida, a nossa investida no setor de saúde teve uma queda significativa após a apresentação de resultados muito inferiores ao consenso. Durante o mês, a cia apresentou um plano de reforço do seu caixa através de um sale lease back e uma oferta primária. O resultado do 4T mostra que o desafio de recomposição de margens do setor de saúde e a integração de uma adquirida vão levar mais tempo do que nós e o mercado acreditávamos inicialmente.

Vinci Multi- O mês de março foi marcado pela quebra do Silicon Valley Bank - SVB nos EUA, que aumentou o cenário de incerteza e impactou fortemente os preços dos ativos, principalmente, os das taxas terminais de juros nos países desenvolvidos. No Brasil, as críticas do governo ao Banco Central e ao nível das taxas de juros continuaram, e o mercado ficou atento às versões sobre o novo arcabouço fiscal que saíam na mídia e poderiam impactar a decisão sobre juros na reunião do Copom de março. O Copom manteve a posição mais dura em relação a inflação, principalmente, na ancoragem das expectativas de longo prazo, não indicando queda nas Selic próximas reuniões. No final do mês, foi anunciada a proposta do novo arcabouço fiscal, que foi recebida de forma dividida pelo mercado e que dependerá de aumento de arrecadação e de futura aprovação no Congresso, o que será um teste para a base governista. Estamos monitorando, atentamente, o desenrolar da crise de crédito no mercado local e da crise bancária nas economias desenvolvidas. No mês, o fundo rendeu +1,42%, fruto de ganhos nas posições de moedas e, principalmente, no book de juros locais, além dos custos e aplicações do caixa.

Vinci Seleção - Em março, o Fundo obteve um retorno de -2,90% vs. -2,91% do Ibovespa. No ano, acumula um retorno de -6,94% vs. -7,16% do Ibovespa. Como destaque positivo, podemos mencionar o bom desempenho da nossa investida no setor de bebidas, gerado por questões concorrenciais, onde um competidor relevante que já vinha apresentando sinais de deterioração financeira pediu Recuperação Judicial. Apesar de sabidas as dificuldades enfrentadas pela concorrência, a magnitude se mostrou maior que o previsto. Tais dificuldades abrem espaço para uma melhor performance da empresa no curto e médio prazo.



Em contrapartida, a nossa investida no setor de saúde teve uma queda, significativa, após a apresentação de resultados muito inferiores ao consenso. Durante o mês, a cia apresentou um plano de reforço do seu caixa através de um sale lease back e uma oferta primária. O resultado do 4T mostra que o desafio de recomposição de margens do setor de saúde e a integração de uma adquirida vão levar mais tempo do que nós e o mercado acreditávamos inicialmente.

Vinci Total Return – Em março, o fundo apresentou um retorno de -0,4% vs 1,4% do IPCA + Yield IMA-B. No acumulado do ano, o retorno foi de -2,6% contra 3,6% do benchmark. No mês de março o mercado foi amplamente influenciado pela expectativa em torno da apresentação do arcabouço fiscal, que ocorreu na última semana do mês. Inicialmente, a reação foi positiva, mas no dia seguinte surgiram questionamentos sobre possíveis fontes de arrecadação, impedindo a recuperação do resultado negativo da Bolsa no mês. O Ibovespa encerrou com uma queda de 3%. No cenário externo, incertezas prevaleceram, principalmente, nos setores bancários dos EUA e Europa, com as crises do Silicon Valley Bank e a aquisição do Credit Suisse pelo UBS, evitando a falência de um dos maiores bancos europeus. Em março, as contribuições positivas vieram, principalmente, de posições em juros no início da curva e de estruturas de hedge no índice da Bolsa brasileira. Por outro lado, as contribuições negativas foram marcadas por posições em empresas de commodities e hedges na Bolsa americana.

Vinci Valorem - O Fundo teve desempenho positivo nas posições liquidamente aplicadas em juros nominais (FRA do ano de 2024, inclinação e direcional), além de ganhos nas posições aplicadas em juros reais. Na parcela de moedas, ganhou na posição comprada em real contra dólar e perdeu nas posições vendidas em libra e euro. No âmbito local, o destaque ficou por conta das discussões sobre o mercado de crédito (e o nível bastante restritivo da taxa Selic) e a apresentação do novo arcabouço fiscal. Se mostram positivas as comunicações oficiais do Ministério da Fazenda no sentido de superávit no médio prazo e alinhamento da política fiscal com a monetária. Quanto ao externo, as quebras de bancos nos Estados Unidos e na Europa, mostram que talvez o aperto monetário esteja chegando à uma “banda superior”, situação que coloca os principais Banco Centrais em uma posição desconfortável, com inflação alta e um limite superior para as taxas de juros, ou seja, a política monetária esbarra no aumento do risco financeiro (de liquidez).

VCE- O Fundo rendeu 1,26% no mês, equivalente a 108% 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 revolvante.



Nesse cenário de alta de juros, as 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. Em geral, fundos na faixa de prazo como do VCE (59dc) tendem a oferecer uma proteção adicional aos investidores em comparação àqueles 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. Nesse momento de maior volatilidade no mercado de crédito privado temos optado por elevar a parcela de alocação em caixa, além da própria sazonalidade de início de ano, que reduz naturalmente o número de emissões.

Vinci Atlas- O mês de março foi marcado pela quebra do Silicon Valley Bank - SVB nos EUA, que aumentou o cenário de incerteza e impactou fortemente os preços dos ativos, principalmente, o das taxas terminais de juros nos países desenvolvidos. No Brasil, as críticas do governo ao Banco Central e ao nível das taxas de juros continuaram, e o mercado ficou atento às versões sobre o novo arcabouço fiscal que saíam na mídia e poderiam impactar na decisão sobre juros na reunião do Copom de março. O Copom manteve a posição mais dura em relação à inflação, principalmente na ancoragem das expectativas de longo prazo, não indicando queda da Selic nas próximas reuniões. No final do mês, foi anunciada a proposta do novo arcabouço fiscal, que foi recebida de forma dividida pelo mercado e que dependerá de aumento de arrecadação e de futura aprovação no Congresso, o que será um teste para a base governista. Estamos monitorando atentamente o desenrolar da crise de crédito no mercado local e da crise bancária nas economias desenvolvidas. No mês o fundo rendeu +0,55%, fruto de ganhos nas posições de moedas e perdas nos mercados de bolsa e juros.

Vinci Equilibrio Icatu II - O fundo obteve ganhos nas posições aplicadas em juro real e nominal. Por outro lado, perdeu no book de moedas, no FRA de cupom cambial e na renda variável. No exterior, após o mercado voltar a precificar um ciclo de aperto monetário mais extenso, um banco regional americano apresentou sérios problemas de liquidez, desencadeando uma corrida de resgates de depósitos de bancos regionais. Sendo assim, os primeiros efeitos do aperto monetário começaram a aparecer na economia, indicando uma desaceleração mais forte da atividade, aperto de crédito e possível fim do ciclo de aperto do Fed. Na Europa, o ECB manteve um ritmo de aperto mais rígido, apesar dos eventos com bancos nos EUA e Suíça, uma vez que a atividade permanece resiliente enquanto os números de inflação seguem surpreendendo negativamente.



No Brasil, ainda existem muitas dúvidas acerca do texto oficial do arcabouço fiscal, mas o primeiro sinal é de um plano que, apesar de ter pontos questionáveis, direciona a dívida para convergência no cenário base, mostrando-se melhor do que parte dos economistas acreditavam que poderia ser. O BC se manteve rígido no combate à inflação na última decisão do COPOM, apesar das críticas do governo.

Vinci Internacional - Na parte internacional, março foi marcado por grande incerteza no cenário econômico gerado principalmente pela instabilidade financeira após a falência de alguns bancos regionais nos Estados Unidos. A volatilidade também atingiu a Europa, que foi contaminada pela crise do Credit Suisse. Apesar dos temores de uma nova crise bancária mundial, as autoridades monetárias trataram os problemas como localizados, não alterando os rumos da política monetária. Já a Ásia foi menos exposta a essa onda de incerteza e continua se beneficiando da reabertura da China, que ganha tração. Nos Estados Unidos, a corrida bancária e a consequente falência de dois grandes bancos regionais geraram preocupação sobre uma crise em todo o setor. Felizmente, as ações tomadas pelo Fed e o Tesouro impediram uma contaminação. No entanto, embora o Fed tenha seguido o guidance da política monetária, adotou um tom cauteloso com relação aos próximos passos, devido ao receio de que novos episódios possam abalar a confiança na atividade econômica. Na Europa, a crise de confiança no setor bancário também foi afetada, resultando na compra do Credit Suisse pelo UBS. Sob a premissa de que os bancos hoje são menos expostos do que na crise de 2008, o ECB seguiu a “luta” no combate à inflação, que continua mostrando o core acelerando. Embora as incertezas tenham aumentado, o caminho para a convergência da inflação ainda parece longo, o maior entre as economias desenvolvidas. Por fim, na China, a reabertura continua ganhando força com os dados de atividade do começo do ano mostrando uma economia em franca expansão. Do lado político, as projeções econômicas do governo para 2023 mostraram-se conservadoras, sinalizando que o crescimento deve ser mais focado na reabertura do que no anúncio de novos estímulos, o que por si só, deve levar a um crescimento bem acima do ano anterior. O fundo obteve ganhos principalmente nas parcelas de renda variável e crédito/renda fixa, e ganhos mais moderados em retorno absoluto. A bolsa finalizou março em alta, com o MSCI World, índice de ações global, apresentando retorno de 3,09%. Já o índice da bolsa americana, S&P 500, fechou o mês com ganho de 3,62%. Mesmo com os receios acerca de uma crise bancária mundial, o mercado de ações subiu no mês puxado, principalmente, pelo setor de Technology. Setores mais defensivos como Utilities e Consumer Staples também colaboraram para o resultado. Em USD a rentabilidade do fundo foi de aproximadamente 1,51% em março, e em BRL, a rentabilidade mensal foi de aproximadamente -1,39%.



**Perspectivas para o mês de abril:**

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 descontados dos últimos anos. 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. 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- Após a quebra do SVB, observamos um fechamento expressivo na curva de juros nos mercados desenvolvidos e, conseqüentemente, nos mercados locais. Diante das incertezas, da proximidade da reunião do Copom e do anúncio do novo “arcabouço”, zeramos as posições táticas aplicadas na ponta curta da curva e diminuimos, consideravelmente, a posição tomada em inclinação. Continuamos a operar de forma oportunista no mercado de moedas e, após o anúncio do plano fiscal, zeramos as posições de juros e iniciamos uma posição comprada em NTN-B 2025. Acreditamos que o plano não será suficiente para o Banco Central indicar queda da Selic no curto prazo, dado que, pressões inflacionárias persistem e dados de emprego e atividade permanecem positivos na margem.

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 - Durante o mês, aumentamos a exposição do fundo em Bolsa, embora ainda esteja abaixo do patamar histórico. Atualmente, estamos focando em empresas com baixa elasticidade ao PIB, capacidade de repasse de preço, desalavancadas e com múltiplos atrativos. À medida que a incerteza no médio prazo diminui, adicionamos risco gradualmente, considerando a possibilidade de uma queda nos juros mais próxima do que a prevista, anteriormente, pelo mercado. Continuamos com uma posição relevante na China e iniciamos



posições pequenas em crédito privado, especialmente em debêntures de empresas com balanços sólidos e boa relação de risco-retorno.

Vinci Valorem - As posições liquidamente aplicadas em juros nominais continuam e foram reduzidas com realização de lucro. Quanto ao juro real, a duration do portfólio foi aumentada. Quanto às moedas, as posições vendidas em libra e euro foram zeradas, bem como a posição comprada em real, que foi reduzida. A quebra de bancos nos EUA e Europa pode implicar em uma restrição de crédito/liquidez e ser outro vetor para a queda de demanda agregada. Dessa forma, a posição tomada em FRA de cupom cambial curto foi zerada e iniciou-se uma posição aplicada.

VCE- No fechamento do mês, cerca de 34% do fundo estava em um portfólio de cotas seniores de FIDCs abertos com resgate entre D+30-90 e altos percentuais de subordinação, 44% em um portfólio diversificado de cotas de FIDCs, 7% em FIDC Cadeia de Fornecedores, que realiza desconto de duplicatas performadas e confirmadas junto a empresas de grande porte e baixo risco de crédito, e 15% em caixa e liquidez. Possuímos, atualmente, 62 diferentes emissores de FIDCs, com uma média de 1,5% 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 59 dc de prazo de resgate na parcela dedicada a crédito, apresentando retorno líquido de 15,10%, equivalente a CDI+1,60% a.a. ou 114% do CDI em 12M.

Vinci Atlas - Após a quebra do SVB, observamos um fechamento expressivo na curva de juros nos mercados desenvolvidos e, conseqüentemente, nos locais. Diminuímos as posições tomadas em juros americanos, mantendo, principalmente, apostas na resiliência da inflação nos Estados Unidos. Nos mercados locais, zeramos as posições compradas em real contra o dólar, mantendo apenas uma aposta comprada em peso mexicano contra o real. Na Bolsa, continuamos com uma pequena posição, que não oscilou muito ao longo do mês. Já nos juros locais, zeramos a aposta de inclinação de curva, mantendo apenas a posição tomada em juros longos.

Vinci Equilibrio Icatu II - O fundo está com aproximadamente 0,1 PL equivalente aplicado em juro real. Ainda na parcela de renda fixa, o fundo segue com posição aplicada no juro nominal do ano de 2024 e tomada em inclinação. Voltamos a montar uma posição vendida em inflação implícita. Na parte de renda variável, a fundo está com uma posição comprada de aproximadamente 0,4% via estruturas de opções de índice. Seguimos com a posição vendida no S&P de 0,2% do PL. Após encerrarmos a posição tomada no FRA de cupom cambial, montamos uma posição de 0,15 PL aplicada no FRA de cupom cambial curto.



As posições vendidas em moedas de países da Europa foram reduzidas. Ainda no book de moedas, zeramos as estruturas de opções de venda de dólar x real com realização de lucros.

Vinci internacional - O fundo está com cerca de 50,8% em bolsa global, 33,7% em retorno absoluto sendo 5,9% macro discricionário e 27,7% em valor relativo, e 14,8% em renda fixa/crédito ou caixa sendo 5,8% global multi-setor, 2,6% crédito corporativo, 1,9% crédito securitizado, 4,0% 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 Seleção FIA / Vinci Multiestratégia FIM / Vinci FIRF CP / Vinci Total Return FIC FIM / Vinci Crédito Estruturado Seleção FIC FIM CP / Vinci Atlas FIC FIM / Vinci Mosaico FIA**



## Vitis Capital

Setorialmente, as apreciações foram observadas nos setores de Concessões e Infraestrutura Transporte e Propriedades. Os principais detratores na performance do fundo no mês foram as exposições em Papel e Celulose (SUZB3) e Consumo Discricionário.

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

Em termos prospectivos, consideramos que apesar da reabertura gradual na China e a retomada dos investimentos em infraestrutura, a desaceleração global e potencial apreciação da moeda local condicionam nossa decisão sobre ausência de exposição em mineração.

As boas expectativas com a safra iniciada em abril e preço do etanol sustentam nossos modelos do setor de açúcar e etanol. Em nosso cenário, o ajuste das expectativas da curva de juros de longo prazo impactará positivamente nossas posições no setor de desenvolvimento imobiliário – inflexão dos juros de longo prazo.

Não obstante o elevado potencial de valorização, estamos atentos aos setores sensíveis à renda - Financeiro e Varejo. Esperamos maior volatilidade decorrente do avanço das discussões sobre reforma tributária – especificamente nos tópicos relativos à dedutibilidade do Juros sobre Capital Próprio e dos incentivos fiscais da base de cálculo do Imposto de Renda e Contribuição Social.

Mantemos um portfólio alocado bastante diversificado e priorizamos empresas que apresentam desconto em nossos modelos e boas perspectivas no médio e longo prazo.

### **Vitis Capital Long Biased FIC FIM**





## Vokin Investimentos

Março foi um mês de queda para as ações no Brasil, por conta da crise bancária no mundo desenvolvido e a decepção inicial sobre novo arcabouço fiscal apresentado pelo governo brasileiro. As quedas sequenciais do mercado vêm deixando as empresas brasileiras cada vez mais baratas.

Os problemas com os bancos Silicon Valley Bank e Signature Bank levaram a receios de que boa parte dos bancos regionais americanos estivessem com problemas, o que poderia levar a um efeito dominó de inadimplências no setor financeiro daquele país e a corridas bancárias. Para evitar que o problema se alastrasse, o banco central americano, em conjunto com o Tesouro e o fundo garantidor de crédito dos EUA, agiu rapidamente, garantindo os depósitos de todos os correntistas dos bancos com problemas. O problema também se estendeu à Europa, com o Credit Suisse tendo que ser socorrido pelas autoridades suíças, que lhe forneceu uma linha de crédito de 50 bilhões de francos suíços, através do banco central, (mais de 6% do PIB do país) e depois forçou sua venda para o UBS, maior banco da Suíça. Nos EUA ainda, um consórcio de bancos também forneceu linha de crédito adicional ao Fisrt Republic Bank, com o objetivo restabelecer a confiança no banco e no sistema. E no dia 19 de março, os bancos centrais americano, canadense, inglês, japonês e suíço anunciaram uma ação coordenada para prover liquidez ao sistema financeiro até o final de abril através de linhas de swaps de dólares. A ação rápida e coordenada das autoridades monetárias fizeram com que as bolsas desses países tivessem poucos danos. Nos EUA, após essa série de acontecimentos, o Fed elevou os juros em 0,25%, mesmo com o mercado achando, até duas semanas antes da decisão, que a elevação seria de 0,5%.

No Brasil, tivemos mais intervenções na economia pelo governo federal, que resolveu limitar os juros do crédito consignado e já disse, através de Jean Paul Prates, presidente da Petrobras, que modificará a forma de precificação de combustíveis em maio, depois da eleição do novo conselho de administração da empresa, isso após já ter anunciado mudanças nos planos de investimentos de desinvestimentos da estatal nos últimos meses, o que vem causando ruído. O mais importante evento do mês, no entanto, foi a apresentação do esboço do novo arcabouço fiscal por Fernando Haddad, no dia 30 de março. Ele estabelece uma meta de superávit primário crescente para os próximos 4 anos, saindo de -0,5% em 2023 para 1% em 2026, com uma banda de 0,25% para mais e para menos. O ponto negativo, e que foi mal-recebido pelo mercado, é que há uma permissão de gastos ligada à arrecadação, na medida que 70% do incremento de receitas pode ser direcionado para aumento de despesas.



Em caso de não cumprimento da meta de superávit, esse índice cai para 50%, porém em nenhum cenário há diminuição das despesas, ou seja, a melhoria das contas públicas teria que vir por aumento de arrecadação. Como a arrecadação de impostos federais subiu como % do PIB desde a pandemia, ajudada por um maior consumo de produtos industriais em relação a serviços (que tem alíquotas maiores), e isso deve reverter com o tempo, é muito provável que o governo tenha que ampliar a carga tributária total para atingir o objetivo de estabilizar as contas públicas.

No mês, o Vokin GBV Aconcágua fechou com resultado de -1,61%, enquanto o Ibovespa fechou com -2,91%.

Em março, aumentamos nossa posição em Alpargatas, produtora das Havaianas. A ação caiu 87% desde seu pico e se encontra nos mesmos patamares do final de 2016, criando oportunidade de compra na nossa visão. Em 2022, a Alpargatas vendeu 214 milhões de pares de Havaianas no Brasil e 33 milhões de pares no exterior. A Grendene (principalmente marcas Ipanema, Melissa e Rider), na qual também detemos participação, vendeu 114 milhões de pares no Brasil e exportou 34 milhões de pares. O mercado brasileiro de calçados é de aproximadamente 800 milhões de pares por ano, sendo 400 milhões de pares de chinelos e sandálias, portanto Alpargatas e Grendene detém 82% da participação de volume do segmento. A Alpargatas é controlada pela Itaúsa desde 2017. Inicialmente, a nova gestão decidiu vender os negócios adjacentes como Mizuno, Topper, Rainha e Osklen, para focar nas Havaianas. A companhia passou a aproveitar melhor a marca através de novos formatos de calçados utilizando o mesmo solado de borracha e conseguiu aumentar o preço-médio de venda e lucro por par. No exterior, a empresa vem aprendendo qual canal de venda funciona melhor para cada país, seja com a ampliação do número de franquias (574 no Brasil e 384 no exterior), criação dos websites personalizados para o e-commerce e construção de centros de distribuição. Em 2022, os resultados foram afetados pela alta da borracha (derivada do petróleo), pela queda de renda do consumidor brasileiro e principalmente pelo resultado negativo da Rothy's, startup norte-americana que fábrica calçados a partir de plástico reciclado, da qual a Alpargatas adquiriu participação de 49%. No longo-prazo, acreditamos que a qualidade do produto Havaianas, aliada a percepção de marca mundial e escala logística, sustentarão os resultados da Alpargatas.

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

Acompanharemos o texto e as repercussões do novo arcabouço fiscal que deve ser entregue ao Congresso na segunda semana de abril, com ajustes e melhorias em relação ao esboço apresentado por Fernando Haddad no dia 30 de março.



Entre os principais pontos de atenção da proposta, ainda falta clareza sobre como o governo pretende atingir um superávit primário de 1% do PIB em 2026, saindo de um déficit em 2023. No entanto, Haddad visa apresentar medidas que podem garantir aumento de receitas de R\$ 150 bilhões ainda nesse ano, por meio da tributação de nichos de mercado, citando jogos e apostas online além de e-commerces estrangeiros, algo que precisaremos analisar a viabilidade. Nos EUA e Europa, estaremos atentos aos desdobramentos e eventual agravamento da crise bancária que se acentuou nas últimas semanas, que podem aumentar o risco sistêmico do setor, no mercado de crédito e, conseqüentemente, prejudicando a economia real. Além disso, a crise pode alterar os rumos da política monetária executada pelo Fed, ao interferir nas principais variáveis macroeconômicas e suas expectativas futuras, como já pudemos observar no último mês, com a reversão na redução de ativos que a autoridade monetária vinha executando desde abril do ano passado, passando a injetar US\$ 300 bilhões no sistema bancário em meio aos acontecimentos recentes.

Temos perspectivas positivas sobre as empresas da carteira, pois enxergamos um upside agregado próximo a 60% 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).*

