

Carta Mensal – Novembro 2021

Continuamos, em novembro, na expectativa do que seria o principal evento do segundo semestre para o mercado: a contenção de danos fiscais. Ideias bastante ruins dominaram os últimos dois meses, e acabaram por estreitar a janela de valorização do mercado doméstico, em especial das teses de varejo e consumo, que foram até o fim de setembro preponderantes em nossa carteira.

O movimento que temos feito na posição do fundo está em linha com nossa leitura de um ano ainda difícil em 2022, mesmo com o mercado de ações em níveis deprimidos. Mantivemos parte de nossa alocação doméstica nos nomes que gostamos, mas reduzimos em cerca de 40% o tamanho das posições, em parte compensado com a compra do SMAL11, índice de *small caps* da Bovespa. Aumentamos a posição em empresas ligadas às *commodities*, conforme mensagem da última carta, com foco em petroleiras e siderúrgicas, e também posições em frigoríficos e celulose. Acreditamos que no primeiro semestre de 2022 teremos (i) juros subindo no Brasil (ii) fim do *tapering* e início da alta de juros nos EUA e (iii) cenário político ainda indefinido no Brasil.

Os juros futuros no Brasil já caíram cerca de 150 pontos das máximas, mas o CDI, que representa o custo de oportunidade para investidores e o custo da dívida das empresas ainda subirá e fará efeito nas alocações. Nos EUA o efeito é ainda mais forte. Dependendo de onde se estabiliza o juro longo, novas pressões inflacionárias – petróleo – poderão pressionar ainda mais a inflação e por consequência, os juros. Quanto ao cenário político doméstico, temos a profusão de candidaturas de terceira via, fortemente patrocinadas por Lula e Bolsonaro, que continuam favoritos para disputar um segundo turno longe dos sonhos da maioria do mercado.

Enfim, isso nos parece um cenário pouco convidativo para ativos ligados ao mercado doméstico, mas pode melhorar ao longo do 2T22. Considerando o *valuation* das empresas, que parece muito baixo, temos que levar em conta as fortes distorções das *big caps* Petrobras e Vale, que negociam a múltiplos extremamente deprimidos, levando ao engano de achar que, de fato, os múltiplos estão historicamente baixos. Se ajustarmos tais múltiplos à média

de ciclo das *commodities*, veremos que o mercado não tem grande desconto em relação à média de longo prazo. O *stock picking* fará diferença no próximo ano também.

Precisamos ainda fazer comentários sobre a péssima comunicação que algumas empresas têm mantido com o mercado. Simplesmente não atendem os investidores, não conseguem dar qualquer baliza de performance futura, e com isso deprimem o valor das próprias ações. Algumas novatas da bolsa já caíram mais de 70% desde o IPO por conta disso; outras, listadas há mais tempo, também vêm mantendo uma política de não informar ao mercado o que acontece na empresa – uma delas foi duramente castigada nesta última divulgação de resultados referentes ao 3T21. A queda pós-resultado se aproxima de 40%, em menos de um mês.

As posições ligadas às *commodities* respondem hoje por 40% do PL do fundo, consumo e varejo por 23%, bancos 15% e índices 14%; posições no exterior são hoje 6% do PL. A exposição líquida do fundo está em 99% e a bruta em 128%.

As perdas principais do fundo em pontos na cota, em novembro, foram: consumo -1,7%, varejo -1,6% e bancos -1,4%. A cota do fundo desvalorizou 8,3% no mês de novembro.

Obrigado pela confiança.