

Prezados clientes e investidores,

Sempre que saímos do nosso círculo de competência procuramos testar novas teses de maneira simplificada e direta. Sob o prisma da navalha de Ockham, construímos uma hipótese que tenta explicar os grandes ciclos econômicos e políticos no Brasil através de apenas uma variável: o dólar. Nessa simplificação, observa-se que quando a moeda norte-americana se desvaloriza em relação às demais, os governos da situação se fortalecem, a economia cresce aceleradamente e a oposição política atrofia. Analogamente, um movimento de alta no dólar cobra sua conta gerando crescimento muito abaixo do obtido anteriormente (ou recessão), fortalecimento da oposição e subsequente ruptura do modelo político-econômico, exemplificado no gráfico abaixo. Lembrando que esta é uma mera ilustração de não-economistas sem qualquer pretensão de rigor acadêmico.

### DXY (índice global do dólar) desde Bretton Woods



Fonte: Bloomberg, AK

No livro *The Alchemy of Finance* de 1994, George Soros tenta explicar eventos semelhantes através da teoria da reflexividade, onde sucessivos *feedbacks* entre percepção sobre um ativo e fundamento econômico podem deslocar o preço para longe do equilíbrio. Por exemplo: num ambiente em que o câmbio de um determinado país se valoriza, o impacto inflacionário de um eventual aumento na concessão de crédito (bancos públicos e privados) é mitigado em função da redução de preço de bens importados. Tal combinação incentiva novas contratações de crédito e mais gastos (públicos/privados), resultando em mais crescimento (de curto prazo) o que por sua vez atrai mais investimentos externos e ajuda a moeda a apreciar ainda mais, entrando num *loop* que pode fazer o preço da moeda se distanciar do valor de equilíbrio. Na ponta oposta, tudo isso é revertido quando há desvalorização da moeda: piora no balanço dos bancos, contração de crédito, aumento no endividamento, redução na capacidade de gasto e de amortização, recessão e eventual *default*. Os trechos abaixo foram retirados do livro e exemplificam os momentos de *boom & bust*.

*Boom: "There was a veritable explosion of international credit between 1973 and 1979. It was the foundation of the worldwide inflationary boom of the 1970s, which eventually culminated in the second oil shock. In retrospect it is obvious that the borrowers spent the money unwisely. **At best they built white elephants like the Itaipu Dam in Brazil;** at worst they spent it on armaments or used it to maintain unrealistically high exchange rates as in the "southern cone" countries of Argentina and Chile. At the time, the folly was not recognized. Indeed, **Brazil was regarded as an economic miracle** and Chile was praised as a paragon of monetarist virtue. International lending grew so rapidly that the banks involved became overextended: their capital and reserves could not keep pace with the growth of their balance sheets."*

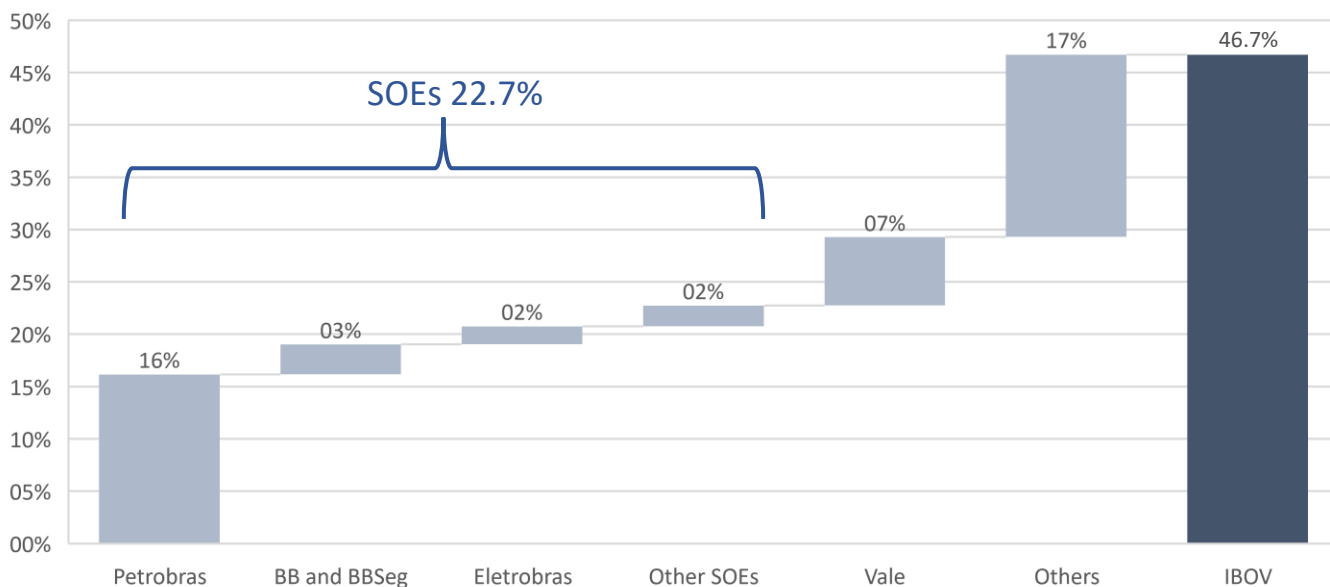
*Bust: "The debtor countries were hit by a threefold increase in oil prices, plunging commodity prices, soaring interest rates, a strong dollar, and a worldwide recession. (...) Maturities were shortened, and some countries developed liquidity problems. Then the Mexican debt crisis erupted in 1982, and voluntary lending to the heavily indebted countries came to a virtual standstill. The position of the debtors was much worse than most bankers had realized. For instance, **Brazil was using the interbank market to finance its balance-of-payments deficit**, unbeknownst to the correspondent banks. The international lending boom turned into a bust."*

Sem dúvida a realidade atual é bastante mais complexa e o mundo mudou desde os anos 1970, haja vista que a necessidade de capital externo das empresas e do governo brasileiros atualmente é baixa. No entanto, foi preponderante nos ciclos positivos (Milagre Econômico, FHC e Lula) essa combinação de mais crédito sem contrapartida inflacionária, talvez ocasionada também pela forte desvalorização global do dólar. Hoje é impossível saber se a moeda norte-americana continuará a trajetória recente de valorização ou se veremos alguma reversão à média, no entanto acreditamos que a nova administração do executivo traga um *beta* adicional ao ciclo externo: mais dívida e mais crescimento num ambiente favorável e mais dívida e recessão num cenário desafiador.

Sem tentar fazer um prognóstico convicto sobre o momento do ciclo ou dos rumos da gestão recém-eleita, seguimos com a premissa (que perfeitamente pode ser alterada) de que o Brasil ainda não flerta com algum tipo de Argentinização da economia por conta da composição atual do congresso, que deve oferecer alguma oposição (ao menos em quóruns constitucionais), aliado às reformas realizadas após 2016. Nossa convicção é de que tais reformas foram importantes e são evidenciadas através de: (i) endividamento público (77% PIB) em linha com 2019 num momento em que a dívida líquida global subiu 9% por conta das crises da Covid-19 e Ucrânia (US +30%, Chile +8%, China +15%); (ii) inflação abaixo dos EUA pela primeira vez em 15 anos, (iii) crescimento acima das médias dos pares de 1% (iv) superávit de R\$ 50,9 bilhões (2022) e crescimento de PIB (+2.7%) bem acima das expectativas do início do ano. Visto de outra maneira, sem essas reformas o Brasil provavelmente estaria fragilizado e esse último ciclo de dólar mais forte teria sido econômica e socialmente mais danoso.

Como já dissemos anteriormente, o Brasil continua sendo berço de histórias de enorme geração de valor que pouco respeitaram o sobe e desce da política e dos ciclos externos: Itaú, Ambev, Bradesco, Nubank, Raia, Weg, Renner, Localiza entre muitas outras. Como dito acima, não acreditamos que a nova administração tenha o poder de mudar drasticamente o ambiente de negócios (Ex: Argentinização) a ponto de impedir que histórias semelhantes sejam criadas e desenvolvidas, no entanto temos convicção que os próximos bons investimentos não se encontram nas empresas já avaliadas em centenas de bilhões de reais. Olhando a performance do Ibovespa desde a eleição de Bolsonaro, observamos uma alta de 46.7% entre a surpresa do primeiro turno de (01/10/2018) até sexta-feira antes da última eleição (28/10/2022). A construção desses quase 47 pontos percentuais nos chama bastante atenção e está resumida no gráfico abaixo.

**Ibovespa - Atribuição de performance 1/10/18 - 28/10/22**



Fonte: Bloomberg BOVA11 Attribution, SOE = State Owned Enterprise

Nota-se que as estatais representaram quase metade do retorno total do índice, algo que achamos difícil de se repetir no próximo ciclo. Ainda é cedo para termos fortes convicções, mas acreditamos que por conta das restrições orçamentárias e pela nova administração estar longe de construir maioria parlamentar, a Petrobras pode se tornar um dos principais veículos de investimento público por conseguir unir a ala ideológica (transição energética acelerada, descarbonização, ufanismo, investimentos onde o setor privado não tem interesse) à ala pragmática (grandes obras). Caso o fluxo de caixa gerado pela Petrobrás flua através de dividendos, o governo abocanharia uma parcela reduzida (só possuem 37% do interesse econômico) além de ver o montante ser disputado com outras demarcações e prioridades no orçamento. Dentro da Petrobras, o novo governo teria total controle sobre essa enorme quantia (>R\$100bi por ano sem considerar aumentos no endividamento) com pouquíssimas amarras. Os discursos do senador Jean Paul Prates (PT-RN, cotado para ser CEO da estatal) e da deputada federal Gleisi Hoffmann (PT-PR) caminham nessa direção. Mesmo achando a empresa descontada, acreditamos que as chances do fluxo de caixa da companhia fluir para o acionista nos próximos anos são baixas e sendo assim, dificilmente veremos uma reprecificação da ação similar à observada nos últimos 4 anos (e em outras proporções, o contexto se aplica a outras estatais federais). Estamos também atentos a eventuais impactos que uma Petrobrás muito ativa no mercado de energia possa trazer às demais companhias no setor, principalmente em geração.

Quando o vento não está tão favorável (local e externamente), acreditamos que o *stock picking* faça a diferença na maximização da relação risco/retorno e consequente geração de resultados consistentes de médio e longo prazo. A composição atual do índice segue com uma enorme concentração nas grandes empresas e atualmente o IBOV possui 15% de alocação em Vale (19% em Mar/22) e 10% em Petrobras (12.5% antes da eleição), algo que julgamos arriscado pela natureza dos segmentos e perfil das empresas, mas que funcionou muito bem na última janela (e que talvez não funcione tanto na próxima).

### 10 maiores pesos da carteira do Ibovespa – 7/11/2022

Company	Weight	Market Cap (R\$ bn)
Vale	15%	347
Petrobrás	10%*	389
Itaú + Itausa	9%	272**
Bradesco	6%*	189
B3	4%	95
Eletrobrás	4%*	118
Ambev	3%	259
<b>Top 10</b>	<b>50%</b>	<b>1,670</b>

Fonte: B3, Bloomberg, \*ON+PN, \*\* Valor apenas de Itaú-Unibanco

Seguimos procurando empresas que combinem robustez financeira, múltiplos razoáveis e pessoas com capacidade de se aproveitar da volatilidade inerente a qualquer atividade empreendedora. Aliado a parte comprada, nosso portfólio *short* somado aos derivativos apresentaram ao longo desse ano contribuições importantes (+6% de *attribution* até outubro), tanto na geração de resultados como na redução de volatilidade. Nos principais setores, seguimos com posições em *commodities* (agro, petróleo e celulose), elétricas (geração e distribuição), varejo, construção civil de baixa renda, *software* e empresas do setor financeiro.

Obrigado a todos pela confiança.

Atenciosamente,

Alpha Key Capital Management



## Objetivo

O Alpha Key Ações FIC FI busca a médio e longo prazos retornos consistentes acima do benchmark através de criteriosa seleção (análise fundamentalista + visão top down) de empresas listadas majoritariamente na B3, ao mesmo tempo que pondera as melhores estratégias de hedge do portfólio visando diminuir as perdas em momentos de correções relevantes dos mercados.

## Características

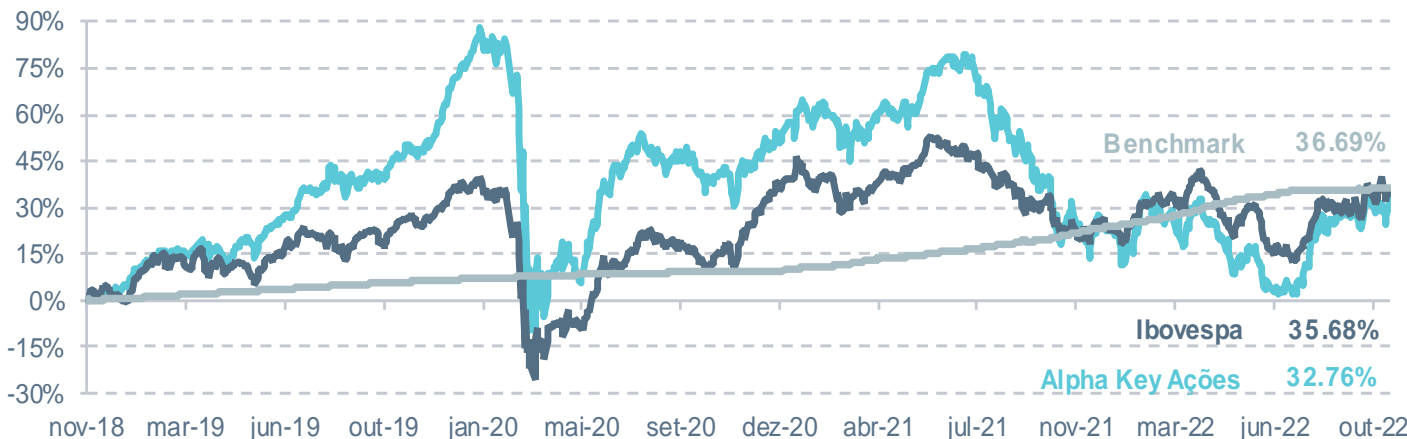
Patrimônio Líquido	R\$ 94.021.610
Patrimônio Médio 12 meses	R\$ 117.269.963
Data de Abertura	12 Nov 2018
Aplicação Mínima	R\$ 5.000,00
Cotização Resgate	D+ 30
Classificação Anbima	Ações Livre

## Gestora

A Alpha Key é uma sociedade formada por profissionais que trabalham juntos há mais de 10 anos e acreditam fortemente no modelo meritocrático. Sua missão é rentabilizar de maneira equilibrada e diversificada os investimentos de seus clientes, com rígido controle dos portfólios sob sua gestão.

Taxa de Administração	2,0% a.a.
Taxa de Performance	20% do que exceder IPCA+Yield IMAB
Custódia e Controladoria	BNY Mellon Banco S.A.
Administração	BNY Mellon
Público Alvo	Investidores qualificados

## Retorno Acumulado



## Rentabilidade Mensal (em %)

	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Acum. Ano	Acum. Início
<b>2022</b>														
Alpha Key Ações	7.96%	-5.34%	1.94%	-8.69%	-1.71%	-11.55%	8.55%	12.50%	0.49%	5.45%	-	-	7.02%	32.76%
Ibovespa	6.98%	0.89%	6.06%	-10.10%	3.22%	-11.50%	4.69%	6.16%	0.47%	5.45%	-	-	10.70%	35.68%
IPCA + IMA-B	1.13%	1.13%	1.75%	1.76%	1.31%	1.05%	0.68%	0.08%	0.16%	0.56%	-	-	10.02%	36.69%
<b>2021</b>														
Alpha Key Ações	0.28%	-5.38%	4.17%	1.36%	7.44%	5.11%	-6.45%	-6.31%	-11.16%	-15.00%	-2.45%	7.61%	-21.39%	24.05%
Ibovespa	-3.32%	-4.37%	6.00%	1.94%	6.16%	0.46%	-3.94%	-2.48%	-6.57%	-6.74%	-1.53%	2.85%	-11.93%	22.56%
IPCA + IMA-B	1.04%	0.53%	1.41%	0.74%	0.80%	0.95%	0.87%	1.14%	0.86%	1.21%	1.66%	1.23%	13.17%	24.24%
<b>2020</b>														
Alpha Key Ações	4.52%	-7.43%	-38.16%	11.01%	7.28%	15.91%	3.48%	-1.73%	-5.80%	-4.24%	11.23%	8.45%	-8.60%	57.81%
Ibovespa	-1.63%	-8.43%	-29.90%	10.25%	8.57%	8.76%	8.27%	-3.44%	-4.80%	-0.69%	15.90%	9.30%	2.92%	39.16%
CDI	0.38%	0.29%	0.34%	0.28%	0.24%	0.22%	0.19%	0.16%	0.16%	0.16%	0.15%	0.16%	2.77%	9.79%
<b>2019</b>														
Alpha Key Ações	7.84%	0.04%	0.60%	1.79%	4.01%	4.78%	5.46%	2.84%	0.86%	4.74%	2.69%	13.60%	60.90%	72.64%
Ibovespa	10.82%	-1.86%	-0.18%	0.98%	0.70%	4.06%	0.84%	-0.67%	3.57%	2.36%	0.95%	6.85%	31.58%	35.22%
CDI	0.54%	0.49%	0.47%	0.52%	0.54%	0.47%	0.57%	0.50%	0.47%	0.48%	0.38%	0.38%	5.97%	6.83%
<b>2018</b>														
Alpha Key Ações	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.82%	5.38%	7.30%	7.30%
Ibovespa	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4.65%	-1.81%	2.76%	2.76%
CDI	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.32%	0.49%	0.82%	0.82%

O Alpha Key Ações FIC FI é resultado da cisão do Alpha Key CSHG FIC FIA em 28 de fevereiro de 2020.

Em 11 de Janeiro de 2021 o Alpha Key Ações FIC FI incorporou o Alpha Key Long Biased II FIC FIM (CNPJ 33.784.197/0001-56)

As informações contidas neste material são de caráter meramente informativo e não representam aconselhamento de investimento.

Leia o formulário de informações complementares e/ou o regulamento antes de investir. Contate um distribuidor autorizado; não realizamos distribuição de cotas.

Os investimentos em fundos não são garantidos pelo administrador nem por qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, pelo Fundo Garantidor de Crédito (FGC).

A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. A rentabilidade deste fundo é líquida de taxas de administração e de performance, mas bruta de impostos. Os fundos geridos pela Alpha Key Capital Management Investimentos Ltda. ("Alpha Key") podem estar autorizados a realizar aplicações em ativos negociados no exterior. Ademais, podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com riscos daí decorrentes, e podem utilizar estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento; tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo dos fundos.

A liquidação financeira e a conversão dos pedidos de resgate deste fundo ocorrem em data diversa do respectivo pedido.

Este material é de propriedade da Alpha Key, sendo vedada a circulação e reprodução, no todo ou em parte, sem sua autorização expressa prévia. A Alpha Key não se responsabiliza por erros de avaliação ou omissões, nem pela publicação acidental de informações incorretas.





## Objetivo

O Alpha Key Institucional FIC FIA busca a médio e longo prazos retornos consistentes acima do benchmark através de criteriosa seleção (análise fundamentalista + visão top down) de empresas listadas majoritariamente na B3. O fundo está enquadrado nas Resoluções CMN nº 4.661 e 3.922.

## Gestora

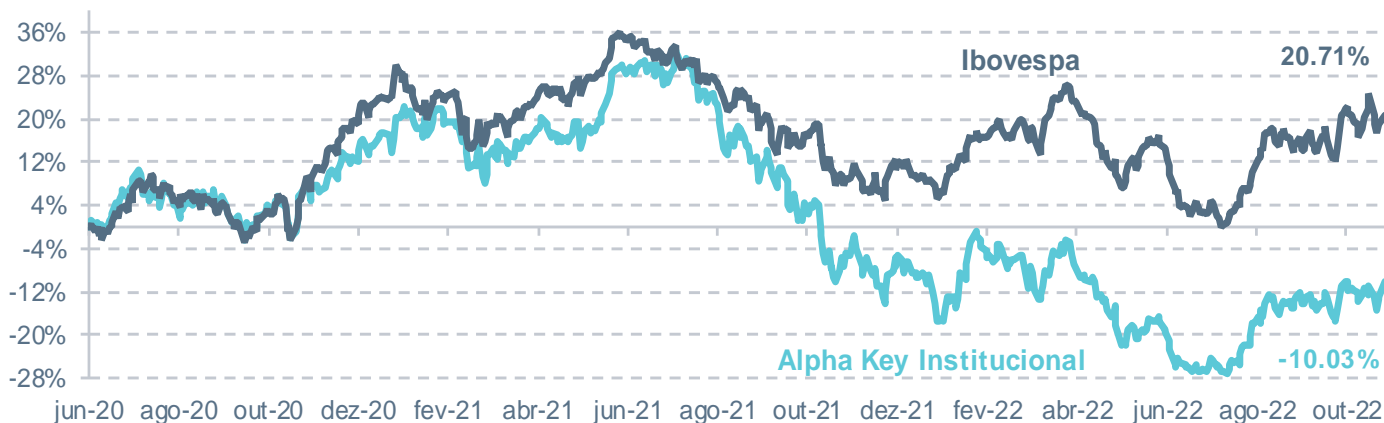
A Alpha Key é uma sociedade formada por profissionais que trabalham juntos há mais de 10 anos e acreditam fortemente no modelo meritocrático. Sua missão é rentabilizar de maneira equilibrada e diversificada os investimentos de seus clientes, com rígido controle dos portfólios sob sua gestão.

## Características

Patrimônio Líquido	R\$ 2.835.629
Patrimônio Médio - 12 meses	R\$ 3.780.263
Data de Abertura	18 Jun 2020
Aplicação Mínima	R\$ 1.000,00
Cotização Resgate	D+ 30
Classificação Anbima	Ações Livre

Taxa de Administração	2,0% a.a.
Taxa de Performance	20% do que exceder o Ibovespa
Custódia e Controladoria	BNY Mellon Banco S.A.
Administração	BNY Mellon
Público Alvo	Investidores em geral

## Retorno Acumulado



## Rentabilidade Mensal (em %)

		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Acum. Ano	Acum. Início
2022	Alpha Key Inst	8.74%	-5.27%	1.17%	-10.88%	-2.55%	-11.53%	7.11%	8.74%	-0.56%	6.36%	-	-	-1.35%	-10.03%
	Ibovespa	6.98%	0.89%	6.06%	-10.10%	3.22%	-11.50%	4.69%	6.16%	0.47%	5.45%	-	-	10.70%	20.71%
2021	Alpha Key Inst	-0.53%	-5.19%	3.52%	0.82%	8.05%	3.63%	-4.51%	-7.09%	-9.75%	-13.45%	-3.03%	4.79%	-22.38%	-8.80%
	Ibovespa	-3.32%	-4.37%	6.00%	1.94%	6.16%	0.46%	-3.94%	-2.48%	-6.57%	-6.74%	-1.53%	2.85%	-11.93%	9.05%
2020	Alpha Key Inst	-	-	-	-	-	0.11%	5.76%	-1.68%	-5.24%	-0.63%	11.21%	7.79%	17.49%	17.49%
	Ibovespa	-	-	-	-	-	-1.11%	8.27%	-3.44%	-4.80%	-0.69%	15.90%	9.30%	23.81%	23.81%

As informações contidas neste material são de caráter meramente informativo e não representam aconselhamento de investimento.

Leia o formulário de informações complementares e/ou o regulamento antes de investir. Contate um distribuidor autorizado; não realizamos distribuição de cotas.

Os investimentos em fundos não são garantidos pelo administrador nem por qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, pelo Fundo Garantidor de Crédito (FGC).

A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. A rentabilidade deste fundo é líquida de taxas de administração e de performance, mas bruta de impostos. Os fundos geridos pela Alpha Key Capital Management Investimentos Ltda. ("Alpha Key") podem estar autorizados a realizar aplicações em ativos negociados no exterior. Ademais, podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com riscos daí decorrentes, e podem utilizar estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento; tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo dos fundos.

A liquidação financeira e a conversão dos pedidos de resgate deste fundo ocorrem em data diversa do respectivo pedido.

Este material é de propriedade da Alpha Key, sendo vedada a circulação e reprodução, no todo ou em parte, sem sua autorização expressa prévia. A Alpha Key não se responsabiliza por erros de avaliação ou omissões, nem pela publicação acidental de informações incorretas.

