

No cenário global, a Europa embargou o petróleo advindo da Rússia, o que levou a alta no preço da commodity, trazendo pressões altistas no cenário de inflação ao redor do mundo. Os estoques de combustíveis estão em níveis historicamente baixos, o que corrobora com essa pressão nos preços. Com a guerra na Ucrânia sem sinais de arrefecimento, a inflação alta e sinais de desaceleração do crescimento se tornam a maior preocupação ao redor do mundo. O risco de passarmos por uma *estagflação* (baixo crescimento + alta inflação) na economia global cresce a cada dia.

No Brasil, do lado negativo, surge um ponto de atenção no possível endividamento a médio-longo prazo devido as medidas para aliviar a inflação, como corte de impostos e estímulo à setores mais afetados, mesmo com tais dados surpreendendo positivamente no curto. A previa da inflação de maio trouxe surpresas altistas, mostrando um aumento nos preços cada vez mais disseminado na economia. As eleições parecem começar a ser consideradas pelo mercado. As recentes pesquisas mostrando avanço da oposição ao governo atual, levaram a uma deterioração dos ativos locais. Por fim, no lado positivo, a situação econômica no Brasil mostra sinais mais positivos e animadores, especialmente se comparados às expectativas.

No fechamento de maio tivemos rentabilidade de 1,17% versus 3,22% do nosso índice de referência Ibovespa. Os maiores responsáveis para performance absoluta no mês foram os setores de Transportes e Bancos. Em relação ao nosso portfólio, fechamos o mês de maio com 16 ativos. Nesse mês houve a divulgação dos resultados do 1º trimestre de 2022 e a grande maioria das empresas da carteira divulgaram resultados em linha ou acima das nossas expectativas. Realizamos o desinvestimento em uma das empresas investidas no setor de commodities, por identificarmos um novo risco para a tese que, além de trazer desconforto para a posição, diminuiu a assimetria percebida.

Com o cenário econômico global conturbado somado ao início do aperto monetário ao redor do mundo, temos um viés mais negativo para

ações globais. Dado a correção mais forte no exterior, estamos atentos a oportunidades de ativos específicos que nos parecem oportunidades. No Brasil, temos uma visão relativamente positiva com os ativos domésticos, pois mesmo no cenário atual, estamos próximos do fim do ciclo de alta de juros, além do crescimento e do equilíbrio de gastos/receitas do governo estarem surpreendendo positivamente. Além disso, já há enorme prêmio de risco e margem de segurança em relação ao preço versus o valor das empresas brasileiras. O dado de inflação mais forte que o esperado em maio se torna um risco. Esse é um ponto que estamos acompanhando mais de perto, haja vista o risco do Banco Central Brasileiro manter a taxa de juros mais elevada por um tempo mais prolongado, o que poderia prejudicar o desempenho desses ativos e/ou atrasar a retomada. Nesse cenário, nosso portfólio está levemente inclinado para ações domésticas, além de empresas mais previsíveis e com exposição ao dólar. Se os sinais de inflação mais forte forem recorrentes, tendemos diminuir a nossa exposição a empresas domésticas.

Uma das posições que temos em nossa carteira é o Banco do Brasil. É um case muito barato para ignorar sendo negociando em torno de 4x lucro e 70% do que o banco tem de patrimônio, perto das mínimas históricas e com 60% de desconto para os pares privados. Apesar de ser estatal, sua rentabilidade vem conseguindo ter níveis mais parecidos com seus pares privados e seu índice de eficiência (despesas/receitas), que já é excelente, vem melhorando tri a tri. O banco vem crescendo bastante a carteira de crédito, o que deve continuar, e suas receitas de serviços continuam crescendo apesar de pressões nas tarifas a partir da competição. Isso se soma ao fato da carteira do banco ser muito defensiva com muito crédito agro, consignado e para correntistas funcionários públicos com longo relacionamento. O banco foi mais prudente na concessão de crédito nesse último ciclo e vem colhendo frutos com uma ótima inadimplência cada vez mais se afastando da inadimplência do Sistema Financeiro Nacional. Além disso o banco tem um maior colchão de provisão que

MAIO

o SFN com 300% da inadimplência provisionada para perdas. Além de estar mais provisionado e ter menor inadimplência o banco está mais capitalizado que pares privados com bom Índice de Capital Principal. Como resultado, o banco deve crescer o lucro 19% em 2022 e pagar aproximadamente 10% de dividendos.

