

Carta aos Cotistas

Estratégia Absoluto

2º Semestre 2022

Material de divulgação

Performance

	2022	2º Semestre	Retorno Anualizado*			
			Desde o início	12 meses	3 anos	5 anos
BTG Pactual Absoluta FIC FIA¹	-0,2%	9,8%	11,7%	-0,2%	-5,5%	6,2%
Benchmark (IPCA + IMA-B)	12,3%	3,6%	11,7%	12,3%	11,5%	10,1%
Ibovespa	4,7%	11,4%	3,5%	4,7%	-1,7%	7,5%
BTG Pactual Absoluta Institucional²	-4,7%	9,8%	10,0%	-4,7%	-11,2%	3,4%
Benchmark (Ibovespa)	4,7%	11,4%	4,6%	4,7%	-1,7%	7,5%
BTG Pactual Absoluta LS FIC FIA³	28,0%	20,3%	11,9%	28,0%	6,5%	9,9%
Benchmark (CDI)	12,4%	6,6%	8,7%	12,4%	6,4%	6,3%
Ibovespa	4,7%	11,4%	4,9%	4,7%	-1,7%	7,5%

¹ Início em 06/12/2007 | ² Início em 19/07/2010 | ³ Início em 13/02/2012

* Dados até 30/12/2022

No segundo semestre de 2022, o fundo Absoluta FIC FIA subiu 9,8%, líquido de taxas, fechando o ano com um retorno de -0,2%, enquanto o seu *benchmark*, o IPCA + IMAB, subiu 3,6% no semestre e 12,3% no ano. Já o Absoluta LS FIC FIA subiu 20,3% no semestre e +28,0% no ano, líquido de taxas, enquanto o CDI retornou 6,6% e 12,4% respectivamente.

No fundo *long-only*, Absoluta FIA, em termos de performance, as principais contribuições positivas vieram de posições em empresas

de petróleo, em consumo básico, além de mineradoras e siderúrgicas. Do lado negativo, as principais perdas vieram de posições no setor de saúde, distribuição de combustíveis e tecnologia.

Já no Absoluta LS, que é um *equity hedge fund*, os principais destaques positivos vieram (i) de posições *long and short* no México, (ii) de posições ligadas à reabertura da China e (iii) compradas em empresas de petróleo. No lado negativo, destaque para o portfólio de empresas locais e estratégia *long and short* nos EUA.



Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos - FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. É recomendada a leitura cuidadosa do formulário de informações complementares, lâmina de informações essenciais e do regulamento do fundo de investimento pelo investidor ao aplicar seus recursos. Os investidores devem estar preparados para aceitar os riscos inerentes aos diversos mercados em que os fundos de investimento atuam e, consequentemente, possíveis variações no patrimônio investido. O Administrador não se responsabiliza por erros ou omissões neste material, bem como pelo uso das informações nele contidas. Adicionalmente, o Administrador não se responsabiliza por decisões dos investidores acerca do tema contido neste material nem por ato ou fato de profissionais e especialistas por ele consultados.

Ouvidoria 0800 722 00 48 / SAC 0800 772 2827

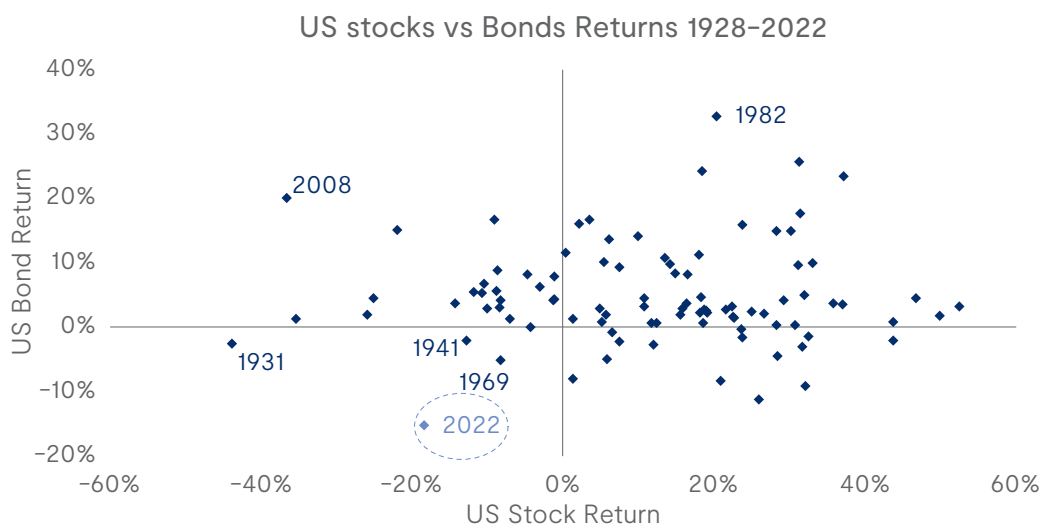
Cenário e posicionamento

Em nossa última carta, destacamos cautela frente a um ciclo inflacionário global com viés estrutural, onde os Bancos Centrais ao redor do mundo deveriam seguir subindo juros de forma sincronizada até que pressões de preços mostrassem um alívio relevante. De fato, nosso receio se provou válido após a inflação surpreender negativamente devido, principalmente, a um mercado de trabalho apertado, com salários em alta, e preços de aluguéis demorando a ceder nos EUA.

Na Europa, o destaque foi a guerra entre Rússia e Ucrânia se estendendo além das previsões iniciais e que pressionou preços de energia, impactando de forma proporcionalmente maior os custos de produção, bens e serviços. Um fato para se destacar é que os BCs de países desenvolvidos

subiram os juros no ritmo mais acelerado desde a década de 70, como o *FED*, que levou a taxa básica de 1.75% a.a. ao final de junho para 4.50% a.a. em dezembro.

Como consequência do disposto acima, o que se viu nos mercados foi uma continuidade das perdas em renda fixa, com os títulos do tesouro americano registrando o pior ano da história, ao mesmo tempo que os índices de ações não recuperaram as perdas do 1º semestre. O gráfico abaixo explicita bem a nossa tese, comentada na última carta, da quebra de correlação entre Ações e Renda Fixa em momentos de inflação acima de 4%. Nos EUA, desde 1928, tivemos apenas 4 anos em que Ações (S&P 500) e Renda Fixa (Títulos de 10 anos) perderam valor ao mesmo tempo, e 2022 figura como o pior deles.



Fonte: Bloomberg

Outro destaque desse 2º semestre foi a China. Sobre a política de Covid Zero, existia no mercado uma expectativa de sua manutenção até, pelo menos, a recondução de Xi Jinping a um terceiro mandato – em outubro, uma vez que um descontrole de infecções e aumento no número de mortes não seria bem recebido por opositores dentro do CCP (partido comunista chinês). As

dificuldades do mercado imobiliário, principal componente na matriz de crescimento no país, não foi um impedimento para essa manutenção.

Na prática, a recondução não só marcou um aumento de poder do líder chinês, colocando aliados nos principais cargos de liderança, como finalmente abriu as portas para uma mudança

de tom sobre a política de combate à covid até então em curso. A reação do mercado foi positiva de outubro ao fim do ano, tanto para a moeda – o Renminbi apreciou quase 6%, quanto para o mercado acionário – o índice de *Large Caps* subiu 32% em moeda local.

No Brasil, o semestre foi marcado pelo ciclo eleitoral e a última subida de juros pelo Bacen, levando nossa taxa básica a 13.75% a.a. Acreditávamos estar próximos de um fim de ciclo de aperto monetário no país, visto que tínhamos o juro real corrente mais alto do mundo (~8%), um cenário inflacionário com sinais de arrefecimento para abaixo de 5% e em direção à meta, e um PIB crescendo próximo de seu potencial.

Mais do que o resultado da eleição em si, os recorrentes sinais do governo eleito em direção a um regime econômico de ideias comprovadamente equivocadas, com aumento de gastos, elevação de carga tributária, utilização de bancos públicos e estatais como indutores do crescimento e potencial para rever parte das boas reformas que tivemos no passado recente, nos fez entender que o cenário mudou. O ciclo de corte de juros, que poderia começar já no 1º semestre de 2023, não só foi postergado para o 2º semestre, como também ganhou probabilidade um cenário de elevação de juros nas próximas reuniões. Esse é um ambiente de fragilidade para ativos locais, o que nos faz manter a cautela até

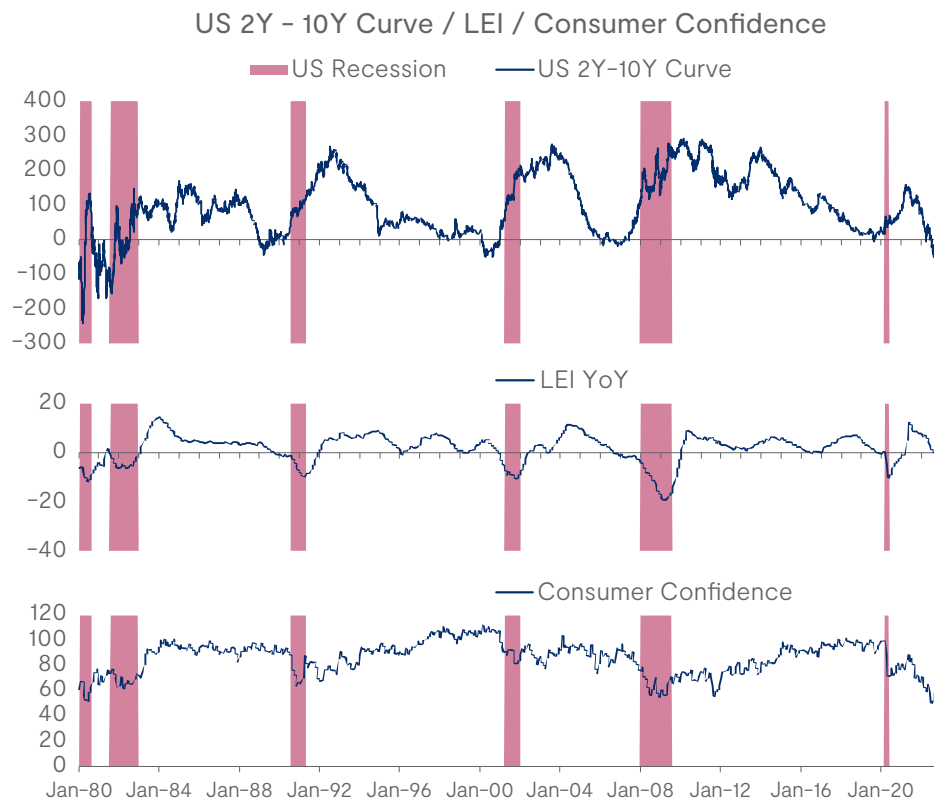
que ações concretas da nova administração nos certifiquem do contrário. Parafraseando São Tomé, é preciso ver pra crer.

Olhando para 2023, nos EUA a grande discussão é se haverá ou não uma recessão, quão profunda esta seria e como reagiria o *FED*. Utilizando o jargão do mercado, estamos entre os cenários de um “pouso forçado” e um “pouso suave”.

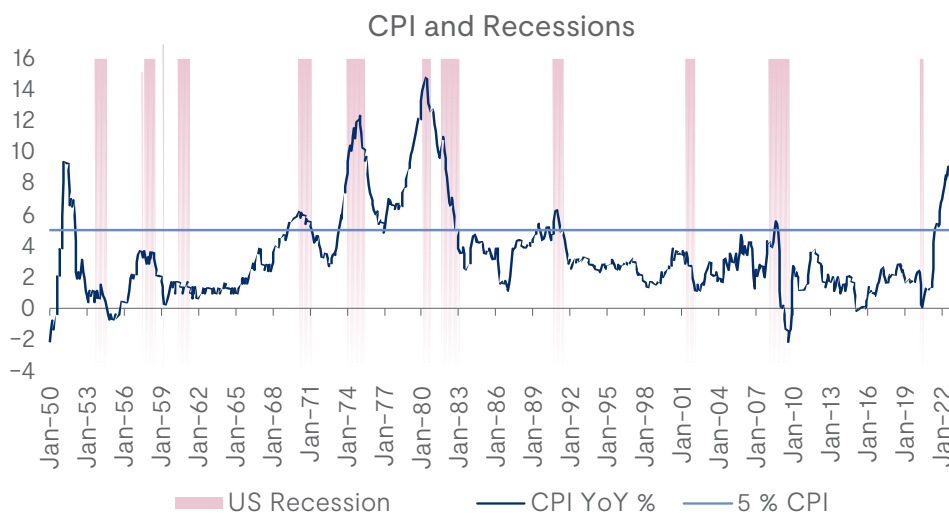
O primeiro caso viria como consequência do aperto monetário do *FED* frente a uma inflação mais persistente, gerando aumento do desemprego, aperto no mercado de crédito, redução do consumo e impacto negativo sobre o crescimento e lucros das empresas.

No segundo caso (benigno), a inflação voltaria para próximo da meta sem necessidade adicional do *FED* subir ou manter os juros elevados por mais tempo, o que não traria os impactos indesejados do primeiro cenário.

Entendemos ser mais difícil a aposta no cenário de pouso suave devido às condições econômico-financeiras que já vemos hoje. Alguns dados que acompanhamos e que podem ser visualizados no gráfico abaixo, como o grau de inversão da curva de juros, indicadores econômicos antecedentes (LEIs) e a confiança do consumidor estão em níveis associados a períodos recessivos.



Além disso, não há exemplo histórico da inflação normalizar, após ter subido mais de 5%, sem que houvesse uma recessão.



Fonte: Bloomberg

Tendo em vista esse cenário, em termos de alocação e posicionamento, o Absoluto FIA vem trabalhando com um percentual maior de caixa, com *hedges* nos principais mercados, buscando exposição em empresas mais resilientes ao ciclo de juros mais altos e menor crescimento que

estamos antecipando, e sendo mais seletivos em ativos de maior *duration* de fluxo de caixa. Já o Absoluto LS tem operado com exposição líquida baixa, por vezes até *short*, refletindo a nossa visão mais cautelosa para os mercados em termos direcionais.

Absoluto LS

Nesta carta, gostaríamos de aprofundar mais sobre o fundo Absoluto LS, que teve um excelente desempenho em 2022, subindo 28,0% com uma volatilidade anualizada de 9,8%. Este bom resultado deriva diretamente do diagnóstico acertado que compartilhamos na carta do 1º semestre de 22 e das adaptações que fizemos à estratégia para tirar proveito do ambiente de mercado.

Diante da mudança de cenário macro que estávamos observando no final de 2021 / início de 2022, e após uma extensa reflexão sobre as áreas onde poderíamos e deveríamos evoluir como gestores e investidores, achamos importante agregar novas capacidades ao fundo, não obstante o seu histórico longo e exitoso.

Como exploramos na última carta, o cenário global vinha se modificando de forma importante, com uma inflação persistente, um ambiente de juros em ascendência e estruturalmente mais alto e conflitos geopolíticos trazendo mais riscos e incertezas para o mercado. Escrevemos que “o que funcionou nos últimos 10 anos não necessariamente iria funcionar nos próximos 10”.

Diante disso, a principal evolução foi na implementação de uma avaliação macro mais robusta nas diversas alocações de risco – Brasil, México, EUA e mais recentemente a Global. Essas estratégias no passado tinham uma alocação de risco mais estática e hoje, tanto a exposição *gross* quanto *net* mudam de forma importante, dependendo da avaliação mais *top down* de cada mercado. Dentro de cada *book* também há uma reflexão mais profunda sobre a exposição de cada empresa investida ao ambiente macro corrente, levando-nos a fazer ajustes de *sizing* que, no passado, eram menos ativos.

Igualmente fundamental para conseguirmos expressar melhor nossa visão macro no fundo foi o *book* Global, que é uma estratégia *cross asset* que busca investir em diversos ativos e utilizar derivativos para, com perda limitada, capturar ganhos em teses macro. Essa estratégia, além de

ter seu resultado individual positivo, também gerou um impacto exógeno positivo por trazer uma série de ideias e ferramentas novas para o fundo.

De forma objetiva, podemos atribuir o excelente resultado do fundo no ano de 2022 a alguns acertos:

(i) **Call Híbrida** nos juros EUA e S&P500 – nosso diagnóstico era de que o principal risco para os mercados e para nosso portfólio de empresas era uma inflação persistentemente mais alta nos EUA. Enxergávamos este risco como provável e mal precificado nos mercados, o que nos levou a comprar *calls* nos juros de 10 anos, condicionadas a uma queda do S&P (principal índice da bolsa americana).

(ii) **Brasil** – mantivemos um posicionamento mais defensivo ao longo do 1S22, carregando uma exposição líquida mais baixa e com um portfólio de empresas mais exposto a nomes defensivos, como Assaí e Equatorial, por entendermos que o mercado estava subestimando a inflação, o que levaria a uma revisão para cima na curva de juros. No entanto, no meio do ano, aumentamos a exposição líquida da estratégia e adicionamos nomes mais expostos a um ciclo de juros menos contracionista, como Localiza e Renner, por entendermos que a inflação dava sinais de arrefecimento e poderíamos estar diante de um ciclo de pausa nas altas de juros e, eventualmente, entrarmos em um ciclo de cortes ao longo de 2023. Após essa postura mais agressiva funcionar bem, na medida que tivemos a definição da eleição presidencial e sinais de expansão de gastos negativamente impactando as contas fiscais, voltamos a uma composição de portfólio de caráter mais defensivo.

(iii) **Óleo** – carregamos durante o ano todo uma exposição importante em empresas de petróleo. Nossa visão era de um balanço de oferta e demanda deficitário na commodity, aliado a *valuations* das ações atrativos. Nosso investimento foi concentrado em Petrobrás,

ETF de US Majors, PRIO e PetroReconcavo – ainda mantemos todas essas posições com exceção da Petrobrás, que hoje tem risco de retorno menos atrativo, devido à incerteza causada pela intenção do novo governo em alterar a política de preços, cortar os dividendos e aumentar o investimento em refinarias e energia renovável.

(iv) México – Com um excelente resultado, pautado pela concentração em empresas de alta qualidade respeitando o cenário macro mais desafiador. Nas posições compradas, o maior destaque foi a posição em bancos regionais, como Banco del Bajío, cuja carteira é majoritariamente pós-fixada e se beneficiou da abertura de juros, e o Gentera, cuja carteira é de menor risco e sofreu menos em um ambiente mais adverso; nas posições vendidas, destaque para empresas de *yield* como Walmex e América Móvil.

(v) Global – Outra estratégia que teve desempenho excelente, com principais contribuições vindas de trades ligados ao Óleo, vendas no SPX, Nasdaq e DAX, além de posição tomada nos juros americanos, compra em China e em Ouro. Inclusive, boa parte das ideias vencedoras neste *book* foram replicadas com um risco maior no fundo como um todo, a exemplo da *call* híbrida nos juros US e S&P500.

(vi) US – Estratégia performou mal ao longo de 2022, mas achamos válido dividir que fizemos um importante ajuste, zerando o risco da estratégia (*stop*) durante o ano e preservando o patrimônio do fundo. Essa zeragem foi motivada por uma visão macro negativa com a economia americana, apesar da qualidade incontestável das empresas que compõem o nosso portfólio US, como Microsoft e Google.

O resultado de 2022 reforça nossa confiança no produto e na adaptação que fizemos ao novo cenário de mercado. Esperamos que essa postura mais atenta e ativa ao cenário macro será uma importante contribuição de alpha e de gestão de

risco nos próximos anos.

Atualização sobre principais teses de investimento micro

Ao longo do semestre, fizemos algumas mudanças na carteira dos fundos *Long Only* e, nesta seção, passaremos por alguns cases importantes. Destacamos os aumentos em Itaú e Assaí, além da concentração da posição de óleo em PRIO e PetroReconcavo, saindo de Petrobras.

Itaú

Ao longo do 2º Semestre, aumentamos **significativamente** nossa posição em Itaú Unibanco, considerando três fatores **principais**: i) melhora da nossa percepção em relação ao posicionamento estratégico do banco, comparado às *fintechs* e incumbentes; ii) bom momento operacional, principalmente, em relação aos *peers* mais diretos com um claro descolamento na qualidade de crédito; e iii) margem de segurança no *valuation* para uma das melhores franquias de negócio disponível em nosso mercado. Por ser uma alteração maior no portfólio, estenderemos um pouco mais que nos demais cases.

O diagnóstico de que não existem atalhos na transformação digital demonstra a coragem que, talvez, só uma instituição com a cultura do Itaú Unibanco e a visão de longo prazo de seus controladores consegue ter. A transição para um modelo de negócios mais focado no cliente que se iniciou com a reestruturação de sua arquitetura interna, construída ao longo de décadas, já conta com 30% da plataforma em *cloud* e tem objetivo de atingir 50% até o final de 2022. Além disso, mais importante a nosso ver foi o aperfeiçoamento da cultura interna, iniciado por Candido Bracher e aparentemente intensificada sob o comando de Milton Maluhy, onde uma de suas primeiras medidas foi o anúncio de novos membros do comitê executivo buscando aproximar-se mais do dia a dia dos negócios, aliado a uma simplificação do modelo de gestão para permitir maior autonomia e rapidez

na tomada de decisão.

Não ignoramos os desafios para uma empresa mudar as estruturas para trabalhar de um jeito mais ágil e inovador, mas achamos o Itaú como o *player* mais comprometido entre os incumbentes com essa transformação, que no longo prazo é essencial. Se a percepção é de que modelos mais modernos como o do Nubank parecem ter encontrado a forma de massificar o relacionamento no mar aberto, 2022 mostrou que o Banco de Engenheiros parece ter encontrado soluções para, ao menos, atender melhor seus clientes relevantes. Quanto à percepção de disrupção iminente, apenas o modelo do Nubank parece nos fazer algum sentido, enquanto as sinergias cruzadas de uma plataforma financeira realmente completa são muito poderosas, algo que descobrimos internamente no BTG Pactual ao longo dos últimos anos.

Nesse contexto, o tempo que as plataformas e *neobanks* devem precisar para se tornarem realmente abrangentes se provou maior do que o tempo que o Itaú precisa para se adaptar. Se por um lado acabaram cedendo espaço no varejo para novos entrantes, melhoraram muito em outros segmentos como seguros, agro, investimentos e médias empresas. Além disso, todo esforço de digitalização vem trazendo benefícios nas linhas de custos, com o core bancário rodando a níveis abaixo da inflação (5pp de melhora no índice de eficiência Brasil do 3Q19 para 3Q22) e permitindo que o banco siga investindo para crescer. Por último, o posicionamento num segmento de maior renda, onde produtos como crédito imobiliário, investimentos e seguros são mais relevantes, dá ao banco mais tempo para se proteger da disrupção porque a complexidade desses produtos e dessas jornadas tornam o assessoramento humano mais necessário por mais tempo pelo menos (ou para sempre).

Quanto ao atual ciclo negativo de crédito no país, agravado consideravelmente pela inflação, o banco se saiu muito melhor que os concorrentes, em parte pelo posicionamento, mas também pela capacidade de execução reduzindo a

originação em segmentos mais arriscados, como cartão de crédito para não correntistas, na hora certa. Por outro lado, concentrou originações de crediário cheque especial nos segmentos Personalité/Uniclass e as de PMEs nas empresas de maior faturamento, mantendo um bom ritmo de crescimento. **Quanto ao atual ciclo de inadimplência no país**, entendemos que as métricas de comprometimento de renda são impactadas pela ampliação do crédito a camadas da população antes restritas ao crédito. Isto acaba distorcendo os indicadores agregados para o sistema, sendo que, nas camadas mais altas, vemos potencial para uma continuação da demanda por crédito à medida que a poupança feita durante a pandemia é normalizada.

Nossa hipótese não nega as consequências nem a ocorrência do financeiro *deepening*, apenas reconhecemos o trabalho que vem sendo feito em se adaptar. Aos preços de hoje, entendemos existir uma razoável margem de segurança em uma instituição cuja miscigenação cultural e societária já passou na prova do tempo. **Afinal, o ciclo de mercado do 2S21 até o momento atual nos faz lembrar que o preço de entrada importa e que, ao longo dos 14 anos de história da estratégia Absoluta, investir nas ações do Itaú Unibanco abaixo de 7x lucro se provou uma boa alocação de capital.**

Assaí

Aumentamos nossa exposição ao Assaí ao longo do semestre à medida que o risco percebido em relação ao cronograma de aberturas e potencial de vendas das conversões de lojas do Extra foi diminuindo. A companhia encerrou 2022 com 60 inaugurações, com 13 lojas orgânicas e 47 conversões, superando o direcionamento inicial de cerca de 50 lojas, o que permitirá a manutenção de um ritmo de crescimento robusto com alavancagem operacional nos próximos dois anos, à medida que essas lojas maturam. Em relação à governança corporativa, tivemos três fatos importantes que melhoraram a percepção de risco associada ao acionista de referência: i) mudanças na composição do conselho

de administração; ii) alteração na política de partes relacionadas com o acionista envolvido devendo se abster de votar; e iii) venda de uma participação secundária pelo Casino, reduzindo sua participação de aproximadamente 41% para 31%. Apesar da boa performance das ações ao longo de 2022, seguimos gostando do modelo de negócios, dada a proteção inflacionária, boa proposta de valor para seus consumidores e crescimento contratado para os próximos anos.

Equatorial

Seguimos investidos nas ações da Equatorial Energia, sendo uma das principais posições dos fundos *long*. Acreditamos que os pilares de eficiência e execução operacional estão preservados e que a empresa tem uma série de oportunidades de alocação de capital à frente – as maiores sendo distribuição e saneamento. Enxergamos boa margem de segurança no *valuation*, próximo aos *highs* históricos de retorno implícito nos preços correntes. Na nossa visão, essa margem de segurança, aliada às oportunidades de alocação de capital, mais que compensam os inevitáveis riscos de regulação que se apresentam em mudanças de governo, especialmente, se lembrarmos do passado de intervenção regulatória no setor elétrico.

Óleo

Nosso investimento no setor de óleo é um risco importante nos fundos *long* e *no long short*. De forma geral, ainda acreditamos estarmos em um ciclo de investimento em produção de petróleo menor que o necessário para expandir oferta em volume necessário para atender a demanda. Apesar do momento atual ensejar cautela por causa da potencial desaceleração macro causada pela política monetária contracionista no mundo desenvolvido, também enxergamos forças positivas de demanda, como a reabertura da China e a volta plena da atividade comercial aérea. E mesmo as ações de petróleo tendo performado melhor que a commodity em 2022, ainda entendemos que as ações das empresas que investimos (PRIO e Petroreconcavo) apresentam

boa margem de segurança e que tais empresas têm ótimas oportunidades de alocar capital no setor (em crescimento orgânico e inorgânico).

Localiza

No caso de Localiza, o nosso investimento segue pautado na normalização da cadeia de fornecimento de carros, permitindo o retorno de um crescimento acelerado de sua frota nos segmentos de RAC e Terceirização de Frotas. Soma-se a essa conjuntura favorável a fragilidade do canal de varejo (com quem a Localiza compete pela disponibilidade de veículo), bem como do seu principal concorrente, que se encontra limitado para acompanhar esse crescimento, dado sua alta alavancagem financeira. Além disso, com o avanço da integração com a Unidas, as sinergias estão cada vez mais próximas de serem capturadas, ajudando na recuperação de rentabilidade da companhia ao patamar histórico. O principal risco para a nossa tese seria uma deterioração no cenário macroeconômico do país, o que levaria a uma nova abertura da curva de juros que, por sua vez, impactaria os lucros futuros da companhia, visto que sua estrutura de capital é alavancada. Entendemos que o balanço entre esse risco frente à solidez das métricas operacionais e *valuation* similar a níveis observados durante outros períodos de juros altos nos dá conforto para seguirmos investidos.

Conclusão

Por fim, entendemos que o cenário é de muita incerteza do lado macro global e doméstico. Apesar disso, acreditamos que temos as ferramentas para navegar bem os ciclos que estão incertos e voláteis, como demonstramos esse ano. A performance da Estratégia Absoluta foi construída durante um dos ambientes macro mais desafiadores da história do Brasil e esperamos que o mesmo aconteça no ciclo que se inicia. Olhando nosso histórico, o rigor em selecionar boas empresas, investindo a *valuations* que apresentam boa margem de segurança, aliado à nossa consciência sobre o ciclo macro, esperamos continuar gerando valor para nossos cotistas.