

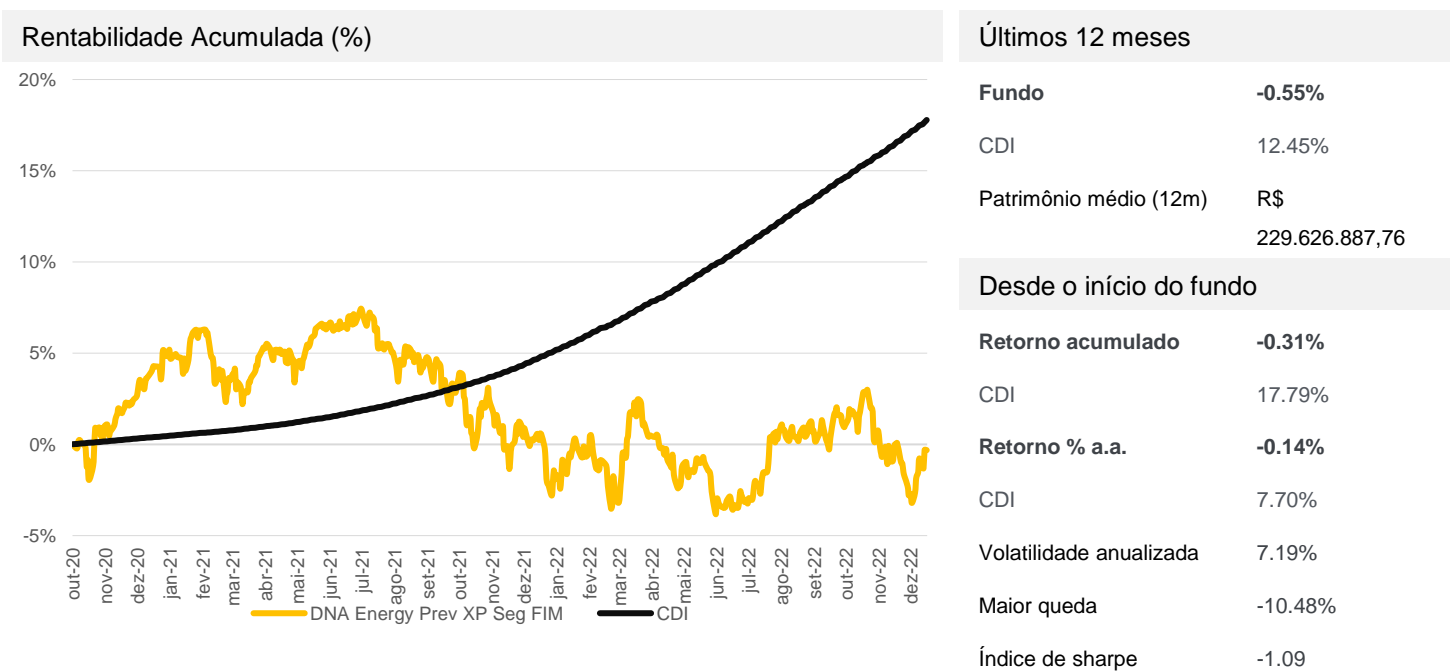
SOBRE O FUNDO

CNPJ: 35.420.731/0001-70

O plano busca trazer ganhos reais a seus investidores investindo em várias classes de ativos, de acordo com o Portfólio Energético da XP Allocation, fazendo o melhor dentro do mundo de previdência.

Sugerimos um horizonte de investimento de 6 anos ou mais. O fundo respeitará, a todo tempo, o limite de 30 pontos de risco, conforme Metodologia de Risco XP.

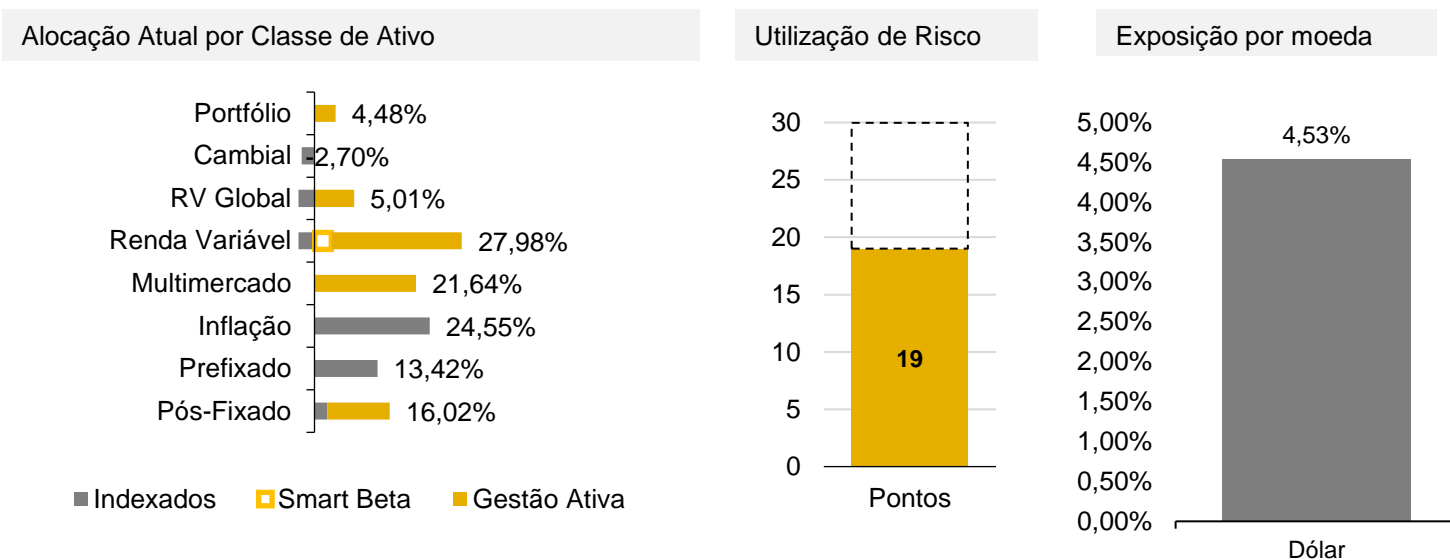
HISTÓRICO DE RENTABILIDADE



Retornos mensais e anuais (%)

		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Acumulad o
2022	Fundo	-0.33%	-1.10%	2.44%	-2.32%	-0.11%	-2.69%	2.14%	1.74%	0.17%	2.48%	-2.75%	-0.32%	-0.88%	-0.31%
	CDI	0.73%	0.75%	0.92%	0.83%	1.03%	1.01%	1.03%	1.17%	1.07%	1.02%	1.02%	1.12%	12.37%	17.79%
2021	Fundo	-0.23%	-0.68%	0.07%	1.50%	1.00%	0.43%	-1.11%	-0.48%	-1.69%	-3.11%	-0.45%	1.22%	-3.55%	0.57%
	CDI	0.15%	0.13%	0.20%	0.21%	0.27%	0.30%	0.36%	0.42%	0.44%	0.48%	0.59%	0.76%	4.40%	4.82%
2020	Fundo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-1.94%	3.73%	2.52%	4.28%	4.28%
	CDI	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.16%	0.15%	0.16%	0.40%	0.40%

CARTEIRA ATUAL



CENÁRIO ATUAL

O Ano Calendário



Apesar de ser peculiar medir o tempo e nossas ações por uma posição da terra em relação ao sol escolhida de forma aleatória, é assim que o mundo funciona. Sempre foi assim? Não. Na era medieval, a maior parte da Europa celebrava o início do ano no dia 25 de março. Depois de algumas idas e vindas, o calendário gregoriano, que estabelecia 1º de janeiro como o primeiro dia do ano, foi adotado pela igreja católica em 1582. Ao longo dos próximos séculos essa data foi se difundindo pela Europa sendo a Rússia a última a adotá-la em 1918.

O que isso tem a ver com nossa visão sobre investimentos? Normalmente pouco ou nada. Apesar de alguns

estudos buscarem estabelecer padrões sazonais para o retorno dos ativos, a evidência nesse campo é inconclusiva. MAS, a verdade é que o momento atual é muito relevante.

A mudança de ano calendário também trouxe uma mudança de governo, e possivelmente, uma mudança muito significativa na condução da política econômica no Brasil. Tal mudança, dependendo da direção escolhida e sua implementação deve (já está tendo) ter efeitos muito importantes nos preços dos ativos.

CENÁRIO ATUAL

Vamos quebrar o padrão normal de nossas cartas, que começam pela visão global e terminam com o Brasil, porque, estamos realmente diante de algo muito importante que precisa ser discutido.

Que fique bem claro: não pretendemos tecer nenhum comentário de cunho político. Nossa análise se restringirá às medidas de política econômica e suas consequências.

Na nossa carta de outubro, logo após o resultado das eleições presidenciais, fizemos a observação de que o governo eleito possuía duas escolhas:

1) Perseguir uma política fiscal consistente, que nos permitisse vislumbrar a estabilidade da relação dívida/PIB.

2) Procurar uma solução menos ortodoxa e ignorar a restrição orçamentária que se apresenta, o que implicaria em uma dívida crescente ao longo do tempo.

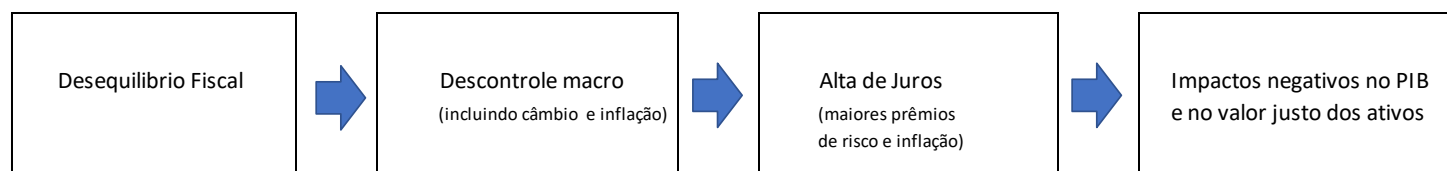
Aqui a frase inicial fazendo alusão à teoria do caos e como pequenas mudanças nas condições iniciais podem

gerar grandes mudanças no final é imprecisa. Estamos falando de grandes mudanças nas condições iniciais levando a grandes mudanças no resultado final.

Em outubro, fizemos alusão à um documento publicado pelo time de economia da XP, que cunhou de forma muito correta que o que importava era o “time e o teto”. Chegamos a um ponto onde o time está definido e o teto? Bem...

O que temos de concreto até agora foi a aprovação à toque de caixa de uma PEC que aumenta os gastos públicos em mais de R\$200bn e uma promessa por parte do governo de que haveria um novo arcabouço fiscal em algum momento durante o primeiro semestre.

Essa claramente é uma resposta insatisfatória para aqueles que se preocupam com a manutenção de um arcabouço fiscal minimamente consistente. Novamente com uma referência à carta de outubro, estabelecemos uma cadeia lógica:

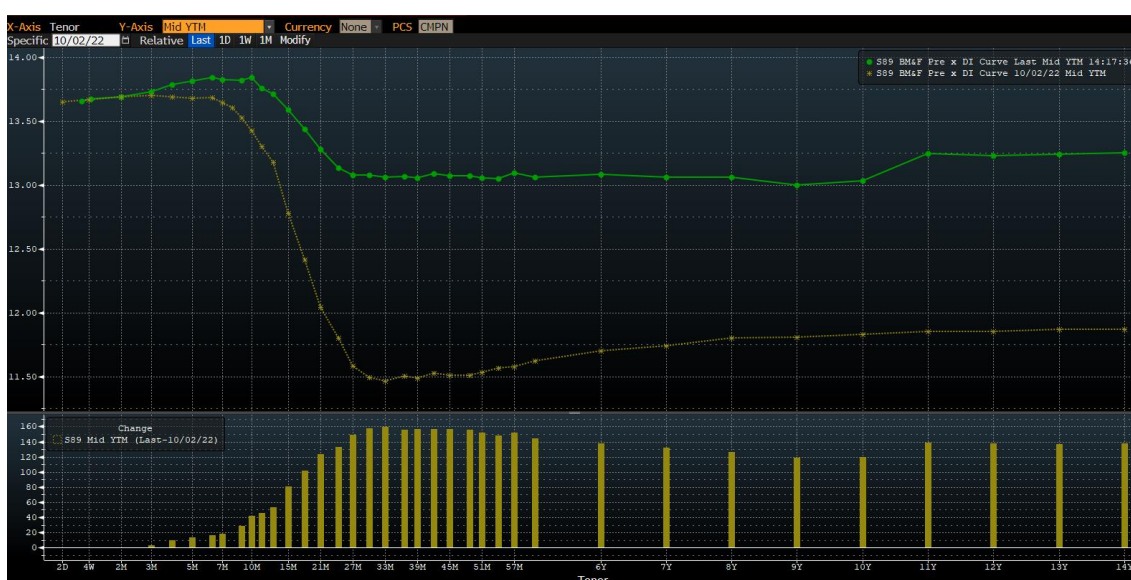


CENÁRIO ATUAL

Em que pese o fato de que ao escrever essa carta estamos ainda no 3º dia do governo e alguns ministros ainda sequer tomaram posse, a verdade é que o que foi discutido e implementado até agora gerou um desconforto grande no mercado.

Podemos ver isso claramente no deslocamento da curva de juros. Ao longo de quase todos os vértices, fora

os curtíssimos, vemos um aumento de 100-150bps nas taxas de juros dos títulos públicos federais. Esse é, na realidade, já a manifestação dos momentos 3 e parte do 4 de nossa cadeia lógica (alta de juros => impactos negativos no PIB e no valor justo dos ativos).



Fiscal vs monetário?

Só para colocar em contexto: a dívida pública federal bruta hoje está ao redor de R\$7.34tri. Supondo que uma política fiscal menos consistente cause um deslocamento da curva de juros em 150bps, ao longo do tempo isso implicaria em um aumento do custo com juros da dívida da ordem de R\$110bi/ano, ou metade dos recursos da PEC aprovada em dezembro. E que fique claro, 150bps de aumento de custo de dívida reflete um desconforto, mas NÃO é um cenário de stress, é possível chegar a números muito piores, caso se perca a âncora fiscal.

O parágrafo anterior, explicita, aquela que achamos que seja uma característica importante da política econômica desenhada, até agora, pelo governo: uma dicotomia entre o fiscal e o monetário. O governo, caso continue perseguindo essa trajetória, cria essa inconsistência. Usando uma analogia difundida no mercado, o governo ao pressionar cada vez mais o pé no “acelerador” do fiscal, força o Banco Central a pisar cada vez mais no freio monetário.

CENÁRIO ATUAL

Duas visões distintas de mundo e suas consequências

Aqui, vamos explicitar em uma visão um pouco mais dogmática, mas que encontra ampla evidência empírica no campo econômico. Conforme uma frase atribuída ao ex-ministro Roberto Campos: “o Brasil não perde uma oportunidade de perder uma oportunidade”. Estamos (estávamos) prestes a colher os frutos das decisões de políticas econômicas passadas. Antes da mudança de direção fiscal o cenário era de que a política monetária surtiria efeito, o crescimento teria uma desaceleração forte, trazendo com isso a inflação para baixo. Com isso o Banco Central poderia iniciar um ciclo de redução da taxa básica de juros e a economia emergiria (após um período pouco agradável de crescimento baixo) mais equilibrada, com uma taxa de juros próxima da neutra e pronta para um novo ciclo de crescimento.

Via preferência revelada, o governo parece não mostrar muita confiança nos mecanismos de mercado descritos

anteriormente. Aqui é a parte dogmática à qual fizemos menção anteriormente: na nossa humilde visão de mundo, o crescimento vem do setor privado, da engenhosidade e do esforço do empreendedor. Para que isso aconteça, o empreendedor precisa de relativamente poucas coisas, entre elas: regras estáveis, uma carga e especialmente complexidade tributária não tão loucas e um custo de capital razoável (o Brasil nunca foi um país de custo de capital baixo). Caso essas condições sejam cumpridas, o setor privado voltará, via ciclo de investimento a dar sua contribuição ao crescimento. Não queremos aqui minimizar as dificuldades estruturais como infraestrutura, educação e qualificação de mão-de-obra e muitas outras, mas essas são questões que necessitam de soluções de longo prazo. No curto prazo, um ambiente de negócios menos hostil e um custo de capital mais razoável seriam suficientes para gerar um crescimento adequado.



CENÁRIO ATUAL

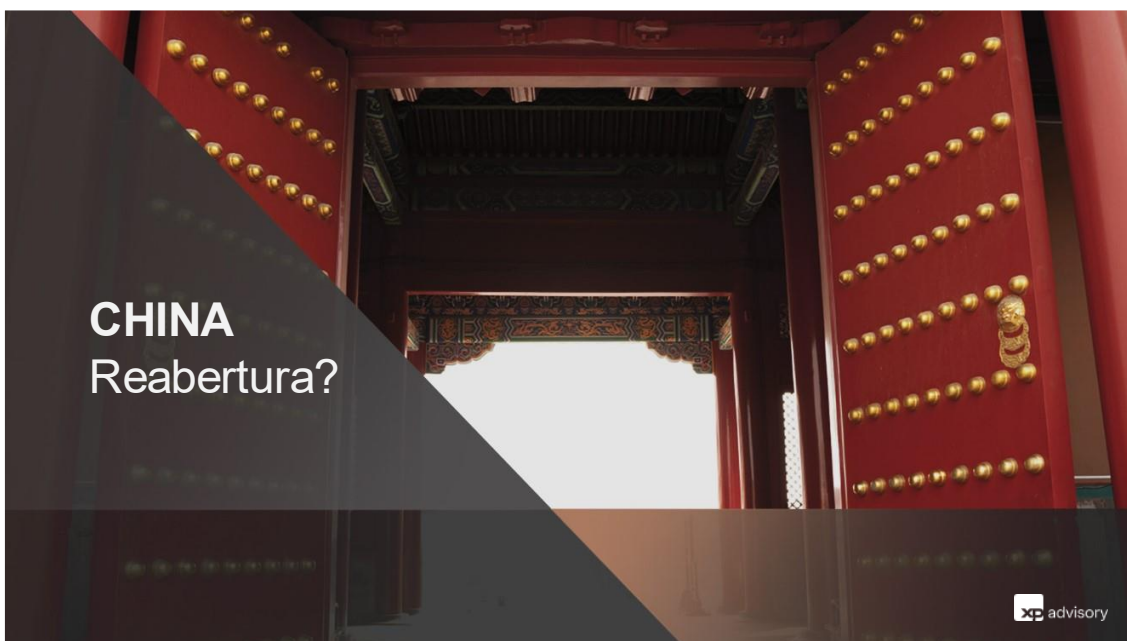
Essa visão anterior (dogmática, mas que conforme dissemos se suporta em ampla evidência empírica) se opõe à visão do estado como principal indutor do crescimento. Ações, gastos e investimento do governo seriam os indutores diretos do crescimento. Bastaria a alguém no governo brandir a “mágica varinha de condão” e o crescimento surgiria.

Humildemente discordamos disso. Brasília não cria riqueza, as ações de governo têm, por definição um caráter redistributivo. O governo tributa o setor privado e aloca esses recursos. A questão que se coloca é que a produtividade marginal do capital no setor privado é maior do que a do governo, então matematicamente quanto mais recursos são alocados por Brasília, menor o crescimento. Que fique claro, não defendemos aqui que todas as ações de governo tem produtividade baixa, investimentos em educação, na manutenção de um conjunto de regras estáveis, segurança, etc.. geram uma contribuição social e econômica elevada.

Porém, existe um tamanho ótimo, e claramente o estado brasileiro atingiu um tamanho excessivo e uma eficiência questionável (com louváveis exceções).

O que fazer então? Dentro de um sistema democrático moderno, devemos ter uma discussão adulta e consciente de qual o tamanho do Estado é o ótimo de acordo com as preferências da sociedade brasileira e qual eficiência devemos cobrar desse estado. Estamos indo nessa direção? Não. Quais as consequências? Essa parte é fácil. Como já vimos esse filme (várias vezes) a consequência será igual a todas as outras vezes: inflação maior e crescimento menor. Aqui não precisamos de nenhum modelo econômico sofisticado, basta a simples observação do PIB e da inflação brasileira nas últimas 3 décadas .

CENÁRIO ATUAL



No GAAC de final de ano, mencionamos, que, uma vez superado o Congresso do Partido Comunista e dadas as pressões sociais, a China parecia dar sinais de caminhar ainda que de forma relutante em direção à diminuição das restrições à circulação de pessoas impostas para conter a disseminação da Covid.

A relutância vinha do fato de que:

- 1) Como havia praticado desde o início uma política de contágio zero a população Chinesa parecia estar longe de ter desenvolvido a chamada imunidade de rebanho e;
- 2) As vacinas domésticas (que não usavam mRNA) eram menos eficientes, Logo, a população estava mais exposta à disseminação do vírus, em especial suas novas variantes mais contagiosas.

A relutância do governo foi quebrada aparentemente pelo elevado nível de descontentamento popular e por uma economia que parecia caminhar para uma nova desaceleração. Com isso, houve uma clara mudança na direção das políticas públicas e as medidas de

restrição à circulação foram essencialmente removidas.

A questão que se coloca, é que a reabertura acontece simultaneamente ao aumento do número de casos (o que sugere fortemente que a política inicial se provou equivocada), estimativas da Comissão Nacional de Saúde na China colocam o número de pessoas infectadas em 250 milhões. Difícil supor que qualquer sistema de saúde pública consiga lidar bem com essa magnitude de casos, ainda que a maioria seja relativamente branda. Então a China enfrenta uma crise sanitária simultaneamente à sua reabertura econômica. Como isso impacta os mercados? Aqui temos um termômetro interessante: ações que normalmente são associadas à performance econômica chinesa, desde mineradoras na Austrália, passando por cassinos e até empresas de luxo como LVMH tiveram altas expressivas e permanecem próximas às suas máximas recentes. O índice de empresas Chinesas, no entanto, teve uma recuperação, mas bem mais modesta.

CENÁRIO ATUAL

A questão que se coloca é: teremos realmente à volta de um “consumo reprimido”? O consumidor chinês emergirá de seu lockdown e passará a exercer aquilo que se chamou no mundo pós-Covid de “revenge consumption”?

O que parece razoável é que, uma eventual aceleração do crescimento se dará mais puxada pelo consumo do que por investimentos públicos em larga escala. Dessa forma o impacto por

commodities será positivo, mas menor do que em ciclos de crescimento passados que foram alicerçados na formação bruta de capital físico.

Do ponto de vista de impacto no Brasil: positivo, mas não um “game changer”. O que pode ter um impacto maior é a volta de empresas chinesas em busca de investimentos no Brasil, especialmente recursos naturais e infraestrutura.

Conclusão

Sei que parece um despropósito não termos falado sobre a economia norte-americana em especial no que diz respeito ao crescimento e política monetária, mas foi para não testar a paciência do leitor, e porque por enquanto a trajetória recente segue muito em linha com o que viemos descrevendo em cartas anteriores (FED firme ainda por mais algum tempo).

Dessa forma seguimos às conclusões para alocação de capital. Em uma apresentação do comitê de alocação Brasil, descrevemos nosso framework como composto por vários checkpoints, sinais que nos indicariam qual direção a política econômica seguiria.

Infelizmente, na nossa opinião, os sinais até agora não são muito alvissareiros. As decisões tomadas divergem daquelas que consideraríamos adequadas. Existe tempo para reverter essa trajetória? Sim. Mas até agora não foi dado passo nessa direção, então nos cabe chegar à conclusão, que esperamos ter explicitado com alguma clareza anteriormente: políticas

inconsistentes geram menos crescimento e mais inflação.

Importante não confundir isso com incerteza. A conclusão nos parece clara, ela não é agradável, não obstante permanece clara. Com isso a conclusão para alocação flui naturalmente (ainda que não agradavelmente). Se a inflação permanece pressionada, em um ambiente com um banco central independente, a taxa de juros permanece elevada. Isso sugere uma alocação maior a ativos de renda fixa (pós fixados ou ligados à inflação para aqueles que aguentam a volatilidade).

Já a bolsa tem suas nuances, se por um lado um crescimento menor e um custo de capital maior colocam pressão nas empresas ligadas ao crescimento doméstico, por outro lado a reabertura chinesa pode favorecer às exportadoras que possuem um peso grande na bolsa brasileira.

EXPOSIÇÃO A GESTORES E ESTRATÉGIAS POR CLASSE (fechamento do mês) CNPJ: 35.420.731/0001-70

Classe/Ativo	Peso
Pós-Fixado	16.02%
Augme Prev	4.23%
ARX Denali Prev	4.01%
JGP Credito Tipo 2 Prev	3.49%
Trend Pos Fixado Prev	1.56%
Outros	1.44%
Soberano	1.29%
Prefixado	13.42%
Prefixado	13.57%
Inflação	24.55%
NTN-B 2035	11.42%
NTN-B 2026	4.45%
XP 2026B Seg Prev	3.49%
NTN-B 2024	2.61%
NTN-B 2023	2.57%
Multimercado	21.64%
Kinea Prev Atlas	3.30%
Legacy Capital Ps Prev	2.82%
SPX Lancer Plus Prev	2.82%
Gavea Macro IIPrev	2.74%
Ibiuna St Prev	2.71%
Giant Prev	2.48%
Kadima Prev	2.35%
Navi LS Prev	2.06%
Renda Variável	27.98%
Sharp Equity Value Prev	4.16%
Brasil Capital 100 Prev	4.14%
Tork Long Only Institucional	4.12%
Bogari Value Prev	4.02%
Moat Prev	3.77%
eTrend All Star Brasil	3.59%
Oceana LB Prev	2.54%
SPX LB Prev	2.51%
Velt Prev	1.83%
Ibovespa	-3.50%
RV Global	5.01%
MS Global Brands	4.61%

Trend ACWI	3.42%
Wellington Ventura Dolar	1.92%
MS Global Opportunities	1.89%
S&P 500 Futuro Mar/23 (ISPH23)	-7.10%
Cambial	-2.70%
Dólar vs. Real	-3.43%
Portfólio	4.48%
Global Portfolio	4.48%

