

CARTA AO INVESTIDOR 1T2022

- PALAVRA DO GESTOR – PORTFÓLIO
- RESULTADOS
- OVERVIEW AMBIENTE DE MERCADO
- TEMAS DE LONGO PRAZO



PALAVRA DO GESTOR – PORTFÓLIO

CONTINUA BARATO E (UM POUCO MENOS) ASSIMÉTRICO....

Neste primeiro trimestre de 2022 os nossos fundos tiveram rentabilidade positiva e acima dos seus respectivos *benchmarks*. O Apex Equity Hedge rendeu +3,06%, o Apex Infinity Long Biased +8,15 e o Apex Ações +14,65%.

As principais contribuições positivas vieram dos setores de Commodities (Mineração/Siderurgia e Energia), Varejo, Consumo Básico e Saúde, Transportes (locação de veículos) e do setor Financeiro (Bancos e Pagamentos). Os principais detratores foram os setores de Shoppings, Bebidas e Energia Elétrica.

Vemos muito valor em nossas alocações compradas e continuamos preferindo empresas geradoras de caixa e desalavancadas, commodities, bancos e empresas ligadas à atividade doméstica com *momentum* positivo e sequencial de execução operacional e lucro.

Paras os fundos que alocam posições vendidas (Equity Hedge e Long Biased), mantemos os *shorts* em empresas com múltiplos muito elevados onde ainda acreditamos em uma compressão em função das altas taxas de desconto e em empresas que vemos o potencial de perda de *momentum* operacional e expectativa de revisão de lucros para baixo. Além disso, estamos usando como hedges posições vendidas e algumas opcionalidades no mercado americano onde ainda vemos uma desarbitragem nos preços dos ativos.

O principal evento econômico e geopolítico no mundo nestes primeiros meses de 2022 foi, sem dúvida, a eclosão da guerra na Ucrânia. A extensão de suas complexas repercussões geopolíticas no longo prazo ainda é objeto de muita discussão, e foge ao nosso escopo desta carta. Do ponto de vista de alocação global de capitais, o conflito favoreceu o Brasil com forte entrada de recursos estrangeiros buscando um país com atributos de produtor/exportador de commodities, um *valuation* muito descontado em termos absolutos e relativos ao resto do mundo (comentamos este aspecto em nossa última carta) e pela distância geográfica da guerra.

Continuamos vendo os preços de commodities bem suportados pela combinação de crescimento global acima da tendência e limitação de oferta no curto e médio prazo, mas entendemos os riscos de queda de preços à uma demanda mais fraca com menor crescimento global com a guerra e com o aperto das condições financeiras nos Estados Unidos mais adiante, não agora. Ainda em relação aos preços de commodities, a China continua sinalizando um crescimento forte suportado por um mix de políticas acomodáticas no âmbito fiscal e monetário, mas tem sido muito tímida na execução destas políticas. Somos da opinião que a China tem todo o interesse em colocar o plano em prática, mas temos que ficar atentos aos riscos de execução e à atual situação sanitária/pandêmica no país.

Com relação às nossas alocações em empresas ligadas à atividade doméstica, apesar da boa recuperação nos preços das ações no trimestre, vemos o *valuation* descontado em relação ao seu histórico e, na sua grande maioria, ainda positivamente assimétrico.

A inflação global e em especial nos Estados Unidos e no Brasil ainda será um tema dominante nos mercados com a expectativa da reprecificação do custo de capital (ainda tem espaço para andar principalmente nos EUA) e seu impacto nos modelos de *valuation* das empresas.

Por fim, a dinâmica político-eleitoral neste ano no Brasil sugere que o próximo governo terá um mix de políticas ao centro e assim podemos esperar uma eleição menos binária do ponto de vista de preço de ativos do que as

últimas, mas o fato é que ainda falta tempo para as eleições, os programas carecem de detalhamento público e a campanha está apenas começando.

Entraremos em detalhes do ambiente de mercado e principais riscos mais adiante na carta.

Obrigado pela confiança,

Time Apex Capital

. . .

RESULTADOS

No primeiro trimestre de 2022, o retorno do fundo **Apex Ações FIC FIA** foi de 14,65% contra 14,48% do Ibovespa. Desde seu lançamento, o fundo acumula alta de 194,86% e o índice de 110,99%.

Tabela I. Retorno – Apex Ações FIC FIA

| | APEX AÇÕES ¹ | IBOVESPA |
|---------------------------|-------------------------|----------|
| 1T2022 | 14,65% | 14,48% |
| 2022 | 14,65% | 14,48% |
| 12 meses | 0,34% | 2,89% |
| DESDE INÍCIO ² | 194,86% | 110,99% |

¹ PL Médio 12M: R\$ 13,64 MM. PL Estratégia 31/12/2021: 4,48 Bn.

² Início do fundo 30/11/11.

O fundo **Apex Infinity Long Biased FIC FIA** rendeu 8,15% no primeiro trimestre de 2022. Desde seu lançamento, o fundo acumula alta de 192,14% contra um retorno de 212,81% do IPCA + 6%, 106,50% do Ibovespa e 115,56% do CDI.

Tabela II. Retorno – Apex Infinity LB FIC FIA

| | APEX INFINITY ³ | IBOVESPA ⁴ | IPCA+6% |
|---------------------------|----------------------------|-----------------------|---------|
| 1T2022 | 8,15% | 14,48% | 4,31% |
| 2022 | 8,15% | 14,48% | 4,31% |
| 12 meses | -9,03% | 2,89% | 17,54% |
| DESDE INÍCIO ² | 192,14% | 106,50% | 212,81% |

³ PL Médio 12M: R\$ 7,27 MM. PL Estratégia 31/12/2021: 431,31 MM.

⁴ Mera referência econômica.

² Início do fundo 27/08/12.

O rendimento do fundo **Apex Equity Hedge FIC FIM** foi de 3,06% no primeiro trimestre de 2022. Desde o início, o fundo sobe 165,98% contra 130,37% do CDI no mesmo período.

Tabela III. Retorno – Apex Equity Hedge FIC FIM

| | APEX EQUITY HEDGE ⁵ | CDI | %CDI |
|---------------------------|--------------------------------|---------|---------|
| 1T2022 | 3,06% | 2,42% | 126,06% |
| 2022 | 3,06% | 2,42% | 126,06% |
| 12 meses | -1,36% | 6,41% | - |
| DESDE INÍCIO ² | 165,98% | 130,37% | 127,31% |

⁵ PL Médio 12M: R\$ 881,78 Bn. PL Estratégia 30/09/2021: 978,10 Bn.

² Início do fundo 30/11/11.

O retorno do **Apex Long Biased Icatu Previdência FIM 49** foi de 5,27% no primeiro trimestre de 2022. Desde o início o fundo rendeu 92,41% contra 72,21% do CDI. O índice Ibovespa sobe 145,47% no mesmo período.

Tabela IV. Retorno – Apex Long Biased Icatu Prev FIM 49

| | APEX LB ICATU PREVI ⁶ | IBOVESPA ⁴ | CDI |
|---------------------------|----------------------------------|-----------------------|--------|
| 1T2022 | 5,27% | 14,48% | 2,42% |
| 2022 | 5,27% | 14,48% | 2,42% |
| 12 meses | -1,02% | 2,89% | 6,41% |
| DESDE INÍCIO ² | 92,41% | 145,37% | 72,21% |

⁶ PL Médio 12M: R\$ 83,77 MM. PL Estratégia 30/09/2021: 316,88 MM.

⁴ Mera referência econômica.

² Início do fundo 11/03/15.

O fundo **Apex Global Equities FIC FIA IE** teve um retorno de -22,33% no primeiro trimestre de 2022. Desde o início o fundo acumulou um rendimento de -2,42% contra 1,61% do MSCI World.

Tabela V. Retorno – Apex Global Equities FIC FIA IE

| | <i>APEX GLOBAL EQUITIES⁷</i> | <i>MSCI WORLD</i> |
|---------------------------------|---|-------------------|
| <i>1T2022</i> | -22,33% | -19,27% |
| <i>2022</i> | -22,33% | -19,27% |
| <i>12 meses</i> | 0,00% | -7,39% |
| <i>DESDE INÍCIO⁴</i> | -2,42% | -1,61% |

⁷ PL Médio 12M: R\$ 14,15 MM. PL Estratégia 30/09/2021: 18,02 MM.

⁴Início do fundo 08/02/2021.

. . .

OVERVIEW AMBIENTE DE MERCADO – PERSPECTIVAS E RISCOS

CENÁRIO EXTERNO

Do ponto de vista econômico, a guerra Rússia-Ucrânia traz consigo uma piora simultânea das perspectivas de inflação e crescimento mundial. O evento se transmite ao resto do mundo primariamente como um choque de oferta, com repercussões diretas principalmente nos mercados de energia e commodities agrícolas. A Rússia é responsável por 12% das exportações globais de petróleo e gás, e ambos os países são relevantes na produção de trigo, cevada e milho. Adicionalmente, a Rússia é um dos maiores produtores globais de potássio, insumo fundamental para a produção de fertilizantes. Como consequência do conflito e das sanções impostas à Rússia, a economia mundial terá que lidar com uma redução da oferta de fertilizantes, o que encarece a produção agrícola global e potencialmente reduz a produtividade do setor.

Desde a eclosão da guerra, as projeções para o crescimento mundial neste ano foram revistas para e encontram-se agora ao redor de 3,7%. Trata-se, portanto, de um choque importante, mas seus efeitos estão longe de serem homogêneos sobre a economia global. A elevação de preço nas commodities que mencionamos acarreta uma transferência de renda dos consumidores, que pagarão mais pelos produtos, para os produtores. Nesse sentido, a primeira questão a se considerar é sempre se o país é importador ou exportador de commodities. Para países exportadores, há uma transferência líquida de renda de consumidores baseados no resto do mundo para produtores locais, e isso tende a dinamizar a atividade, seja por meio de investimentos ou de expansão ao consumo. Além disso, os países exportadores se beneficiam de uma melhora dos termos de troca, que tende a se traduzir em uma apreciação do câmbio. Isso reduz os efeitos inflacionários advindos da alta de preços das commodities e mitiga a necessidade de elevação de taxa de juros.

À luz de tais considerações, não é difícil entender por que a Europa tende a ser a região mais afetada economicamente pelo conflito. A Zona do Euro é grande importadora de energia, e especificamente muito dependente de importações de petróleo e gás da Rússia. A amplitude das flutuações em preços de gás tende a ser muito maior do que a dos preços de petróleo, dados os elevados custos e as dificuldades logísticas envolvidas no seu transporte transcontinental. Por tudo isso, até aqui as projeções de consenso para o crescimento da Zona do Euro em 2022 foram revistas para baixo em cerca de 1,1 pp, situando-se agora ao redor de 2,7%. Ao mesmo tempo, as projeções de inflação, que já estavam elevadas, estão sendo revistas para cima, o que não dá espaço ao ECB (Banco Central Europeu) para recuar da rota de normalização da política monetária neste ano. A comunicação recente sugere que as compras de ativos devem ser encerradas até meados do ano, e possivelmente em algum momento a partir de setembro as autoridades devem elevar juros pela primeira vez.

Os Estados Unidos tendem a ser menos afetados do que a Europa pelo conflito. Graças ao avanço da produção de petróleo e gás nos campos de xisto na última década, o país deixou de ser grande importador e hoje é basicamente autossuficiente em energia. Ainda assim, as projeções de consenso foram revistas para baixo em cerca de 0,4 pp desde a eclosão da guerra e encontram-se agora ao redor de 3,7% para 2022. Talvez mais importante do que isso, a alta em preços de commodities agrava um quadro inflacionário que, por diversas métricas, já era o mais grave dos últimos 40 anos. A inflação medida pelo CPI avançou para 8,6% nos 12 meses terminados em março, enquanto o núcleo calculado por exclusão de alimentos e energia está em 6,4%. A dinâmica recente da inflação é marcada não apenas por sinais de aceleração da tendência subjacente como de maior disseminação das pressões inflacionárias – a difusão atual em torno de 80% é a mais alta dos últimos 40 anos.

Esse aumento da disseminação da inflação ocorre em paralelo a sinais cada vez mais claros de superaquecimento do mercado de trabalho. A taxa de desemprego alcançou 3,6% em março, com queda

acumulada de 1 pp ao longo dos últimos 5 meses. Essa queda ocorre a despeito de uma elevação de 0,8 pp da taxa de participação no mesmo período, com a melhora dos indicadores sanitários levando a um retorno relativamente rápido de pessoas que haviam se retirado da força de trabalho. A taxa de desemprego, embora muito baixa por padrões históricos, parece subestimar o grau real de aperto do mercado de trabalho. De fato, há evidências de que o emprego só não cresce ainda mais rápido porque as empresas se defrontam com grande escassez de trabalhadores – para cada vaga de trabalho em aberto neste momento há apenas 0,6 trabalhador desempregado.

Nesse contexto de evidente superaquecimento do mercado de trabalho e deterioração do quadro inflacionário, o FOMC (Comitê de Política Monetária do Fed) continuou ajustando com vigor incomum o discurso para indicar um processo mais agressivo de elevação de juros e normalização da política monetária. Enquanto no final de 2021 a mediana das projeções do Comitê indicava apenas 3 altas de 0,25 pp da taxa de juros ao longo deste ano, a comunicação recente sugere elevações em todas as sete reuniões deste ano a partir da alta inicial anunciada em março. Mais do que isso, falas recentes sugerem que o FOMC possivelmente teria iniciado o ciclo com alta de 0,5 pp no mês passado se não fosse o temor de uma maior instabilidade financeira logo após a eclosão do conflito na Ucrânia. A despeito da continuidade do conflito, as preocupações iniciais com estabilidade financeira têm dado lugar às preocupações com seus efeitos inflacionários, e parece haver forte inclinação para promover um ajuste mais forte, de 0,5 pp, na próxima reunião, prevista para maio. Tudo indica que, caso esse cenário se confirme, teremos uma sequência de algumas altas dessa magnitude nas reuniões seguintes.

À luz da evolução dos indicadores de inflação e mercado de trabalho, o FOMC parece implicitamente reconhecer que está muito atrasado no processo de normalização da política monetária. As sinalizações de um processo mais célere de ajuste parecem uma resposta à necessidade de se mover mais rapidamente para uma postura mais próxima da neutra, para evitar que os atuais desequilíbrios se aprofundem ainda mais. Além disso, em sua comunicação recente, o FOMC identifica que precisará levar a política monetária para o campo contracionista. Isso será necessário para permitir um esfriamento do mercado de trabalho, que deve neste ano exibir os menores níveis de desemprego em quase 70 anos.

Com o Fed tão atrasado, são crescentes os riscos de que o esforço para produzir convergência da inflação para a meta leve a economia à recessão. A história mostra que nunca foi possível elevar o desemprego em 0,3 pp ou mais sem que a economia passasse por uma recessão. E desta vez estimamos que será necessário elevar o desemprego em pelo menos 1 pp, dado o grau de superaquecimento do mercado de trabalho. Em resumo, há uma enorme dificuldade de engendrar um pouso suave da economia norte-americana. Devemos ter nos próximos trimestres um processo de alta de juros mais rápido e conduzindo a um nível terminal mais elevado do que nos acostumamos a ver nas últimas décadas. O processo de correção dos desequilíbrios atuais passa necessariamente por um aperto de condições financeiras, possivelmente significando em algum momento redução de fluxos de capitais para países emergentes.

No que diz respeito à China, as projeções para o crescimento em 2022 têm se deteriorado nas últimas semanas em decorrência dos duros *lockdowns* que têm sido adotados para conter a pandemia em regiões economicamente importantes, como Xangai. A despeito do aumento nas últimas semanas do número de novos casos, o quadro sanitário na China, a julgar pelos números oficiais, é melhor do que no mundo ocidental – o número diário de mortes tem se mantido em zero. Contudo, as autoridades chinesas têm uma abordagem muito diferente daquela adotada no mundo ocidental. A implementação da política de covid zero foi bem-sucedida nos primeiros estágios da pandemia, mas tem se revelado especialmente difícil diante de variantes

mais transmissíveis, como a Ômicron. Tudo indica que a queda de mobilidade das últimas semanas terá impactos negativos relevantes sobre a atividade econômica neste ano. Mesmo considerando que novas medidas de estímulo deverão ser anunciadas nos próximos meses, tudo indica que o crescimento neste ano deverá ficar mais próximo a 4,5%, em contraste às projeções pouco acima de 5% que prevaleciam até fevereiro. Adicionalmente, os *lockdowns* chineses deverão retardar o processo de normalização das cadeias de suprimento globais, o que aumenta ainda mais os já elevados riscos inflacionários no cenário global.

CENÁRIO DOMÉSTICO

A posição relativa do Brasil no complexo cenário econômico global que se desenha desde o surgimento da guerra é positiva em alguns aspectos. Tendo se tornado um exportador líquido de energia na última década, o país se beneficia com uma melhora nos termos de troca em consequência da alta dos preços de petróleo e commodities agrícolas. Isso parece explicar em parte a tendência de apreciação do Real que tem se observado nos últimos meses. Além disso, como dissemos, os produtores de commodities auferem um ganho de renda à medida que os preços sobem, e isso historicamente é positivo para a atividade econômica local, especialmente para os investimentos.

Em contraste com a piora das projeções de crescimento global nas últimas semanas, vemos uma leve melhora do cenário de atividade econômica no Brasil neste ano. Enquanto no final 2021 antevíamos uma recessão branda, com queda do PIB de 0,6% neste ano, agora projetamos uma leve expansão, de 0,8%. A alta de commodities explica uma parte dessa melhora, junto com o aumento de mobilidade impulsionando o setor de serviços e medidas de estímulo governamental – reduções de impostos, liberação de FGTS e medidas que ampliam o acesso ao crédito consignado.

Vemos com preocupação as desonerações que têm sido anunciadas – zeragem do PIS/Cofins sobre diesel e gás de cozinha e redução em até $\frac{1}{4}$ das alíquotas de IPI. A essas medidas já implementadas possivelmente se somarão outras, como o reajuste da tabela do IRPF. A despeito de medidas que fragilizam a nossa posição fiscal em termos estruturais, o déficit primário deve ficar próximo a zero neste ano e a relação dívida/PIB pode apresentar uma leve queda. Isso se explica em parte pelo efeito positivo da alta de commodities sobre a arrecadação. Além disso, a dinâmica fiscal de curto prazo se beneficia mais uma vez por surpresas inflacionárias altistas. A inflação corrói em termos reais gastos que têm algum grau de rigidez nominal, como os salários de servidores e os benefícios da Previdência. Além disto, a despeito da alta forte da Selic, a persistência da inflação tem mantido a taxa real de juros ex post em terreno bastante negativo, o que melhora temporariamente a dinâmica da relação dívida/PIB.

O problema, evidentemente, é que a inflação também impõe custos elevados. O Copom tem sido surpreendido pela persistência da inflação, a despeito da dinâmica mais recente favorável da taxa de câmbio. A inflação de bens, muito pressionada no mundo em alguma medida, tende a neutralizar o efeito do câmbio. Os fatos têm imposto um ciclo de alta de juros muito mais longo do que o Copom imaginava. Em sua reunião de março, o Comitê atribuiu maior probabilidade a um cenário que permitiria encerrar o ciclo na sua reunião de maio, a Selic em 12,75%. Desde então, o Copom se defrontou com outra enorme surpresa altista no IPCA de março, e há dificuldades para ancorar as expectativas para a inflação de 2023. Diante disto, acreditamos que o Copom deve ser levado a estender o ciclo de Selic para um nível terminal de pelo menos 13,25%.

A convergência da inflação para a trajetória das metas deve exigir a manutenção de juros elevados por um período extenso. Isso limita o espaço para uma aceleração mais significativa do crescimento em 2023. À medida que a inflação começa a cair, os juros reais ex post tendem a retornar a um território significativamente positivo, explicitando a necessidade de reformas estruturais para assegurar a sustentabilidade da dívida

pública. As desonerações que ora o governo anuncia tendem a tornar maior o esforço requerido à frente, quando o ciclo de commodities se reverter e a inflação iniciar trajetória de convergência à trajetória das metas.

As eleições presidenciais se anunciam a essa altura bastante acirradas entre os dois principais candidatos, com uma probabilidade relativamente baixa de surgimento um candidato alternativo. Do ponto de vista de mercado, ainda que haja incertezas elevadas acerca das diretrizes da política econômica dos dois principais candidatos, a eleição parece ser percebida como menos binária do ponto de vista de preços de ativos do que historicamente observamos desde a redemocratização. Independentemente do resultado, esperamos um certo grau de pragmatismo após as eleições, e a tentativa de construir um arcabouço fiscal que gere a percepção de compromisso com a sustentabilidade fiscal. Contudo, com dívida pública muito alta em comparação a outras economias emergentes e um ajuste requerido grande para assegurar sua estabilização, nossas fragilidades fiscais devem seguir elevadas pelos próximos anos, e podem se tornar mais explícitas em um cenário externo de condições financeiras mais apertadas e menor crescimento global.

. . .

TEMAS DE LONGO PRAZO – BANCOS INCUMBENTES

Desde a metade de 2021 nós estávamos atentos ao *valuation* descontado dos bancos incumbentes no Brasil vs. *peers* internacionais, através dos dois principais múltiplos que o mercado utiliza para analisar os bancos: PE (Preço/Lucro) e PBV (Preço/Valor contábil). Os bancos incumbentes de outros países da América Latina e até mesmo dos Estados Unidos estavam negociando a um prêmio para os bancos brasileiros, o que na nossa visão não fazia sentido considerando que o ROAE (retorno sobre o patrimônio líquido médio) dos bancos brasileiros é superior ao da maioria desses países analisados. Além disso, naquele momento nós já estávamos de olho em alguns ventos de cauda que os bancos brasileiros teriam, o que poderia levar a uma *outperformance* de suas ações. Na Tabela 1 mostramos que no segundo semestre de 2021, o JP Morgan estava negociando a 1.7x PBV (vs. média histórica de 1.2x) e o Itaú estava negociando a 1.7x PBV (vs. média histórica de 2.0x).

Tabela 1 – Múltiplo dos bancos brasileiros e *peers* no 2H21, 1Q22 e média dos últimos 10 anos

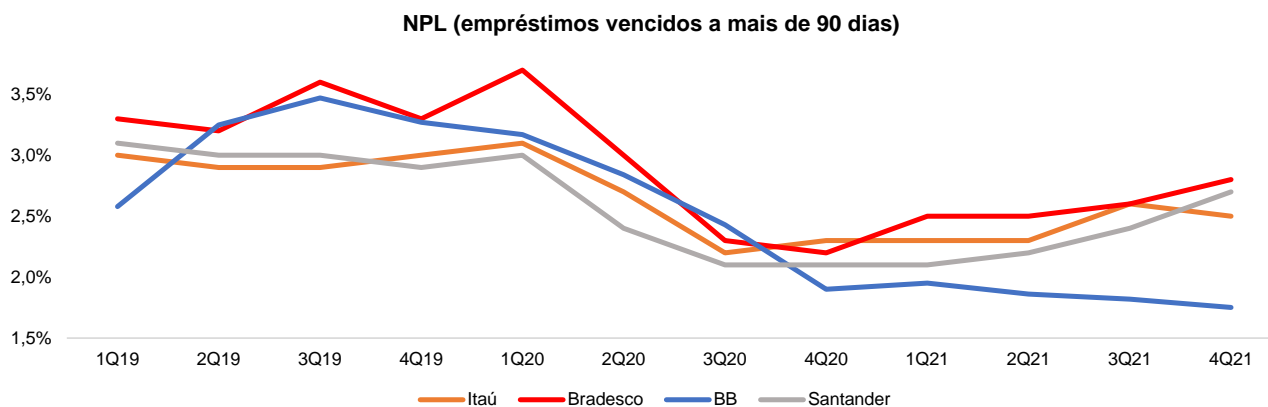
| | P/E | | | P/BV | | |
|-----------------|------|------|-------|------|------|-------|
| | 2H21 | 1Q22 | Média | 2H21 | 1Q22 | Média |
| Itaú | 8.1 | 8.2 | 9.4 | 1.7 | 1.6 | 2.0 |
| Bradesco | 7.3 | 7.1 | 8.9 | 1.3 | 1.3 | 1.7 |
| Banco do Brasil | 4.2 | 4.2 | 6.3 | 0.6 | 0.7 | 0.9 |
| Santander | 7.7 | 6.9 | 10.2 | 1.7 | 1.5 | 1.6 |
| JP Morgan | 13.2 | 12.9 | 11.1 | 1.7 | 1.5 | 1.2 |
| Bank of America | 13.8 | 13.7 | 11.2 | 1.3 | 1.4 | 0.9 |
| Banorte | 10.1 | 10.1 | 11.4 | 1.6 | 1.7 | 1.9 |
| BAP | 11.2 | 12.4 | 11.9 | 1.7 | 2.1 | 2.3 |

*Média 2H21, 1Q22 e últimos 10 anos.

Fonte: Bloomberg

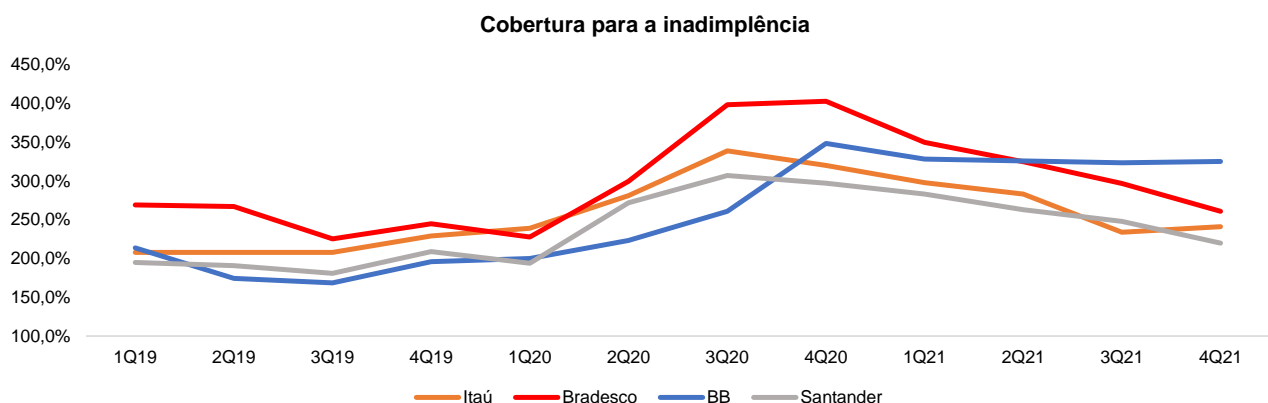
Inadimplência. Está claro para todos que acompanham de perto o setor bancário que o principal tema para 2022 e a maior preocupação dos investidores está relacionada com o aumento da inadimplência. Ao contrário do que muitos esperavam, os bancos foram beneficiados, em termos de inadimplência, pela conjuntura que se seguiu após os primeiros meses de *lockdown*. O coronavoucher e outros auxílios que o governo concedeu às empresas, em adição às políticas de renegociação/postergação do pagamento das parcelas dos empréstimos dentro dos programas “travessia” que os bancos ofereceram aos seus clientes fez com que a inadimplência das principais carteiras de pessoas físicas e jurídicas atingissem níveis muito baixos. Apesar disso, os bancos, dentro de seus modelos de perda esperada, começaram a provisionar para aumentos da inadimplência que não ocorreram de forma material até o 3Q21. No 4Q21, apesar da sazonalidade positiva do trimestre (associada principalmente ao pagamento do 13º salário), nós já observamos o aumento da inadimplência em alguns bancos. Vale notar que algumas medidas como a liberação de saque do FGTS e o aumento da margem de consignação podem contribuir para que a evolução da inadimplência seja mais gradual.

Gráfico 1 – Inadimplência (empréstimos vencidos a mais de 90 dias)



Fonte: Bancos

Gráfico 2 – Cobertura para inadimplência



Fonte: Bancos

Retorno a média? Conforme discutimos acima, a inadimplência está operando abaixo da média histórica. E com a redução nas medidas de incentivo que foram dadas às empresas e pessoas físicas, à desaceleração econômica, efeitos da inflação e aumento do endividamento é natural se esperar uma deterioração da inadimplência. Os bancos têm sido enfáticos em dizer que a inadimplência irá retornar a patamares pré-covid, mas que não deve superar. Com as informações que temos hoje, de fato esse nos parece o cenário base. É importante notar que o retorno do indicador médio de NPL (créditos não performados) para o patamar pré-covid não significa que não teremos níveis superiores de NPL produto a produto. O que explica isso é a mudança de mix que aconteceu na carteira dos bancos desde 2019. As carteiras que mais ganharam representatividade foram carteiras de menor risco (e menor NPL associado), como crédito imobiliário, consignado, veículos e crédito a grandes empresas. Essa mudança no mix influencia no NPL médio. Se ajustarmos pelo mix, o NPL seria maior do que os patamares pré-covid. Dito isso, não nos preocupamos dado que os bancos se preparam para esse momento levando a cobertura para inadimplência para níveis bem elevados. Com isso, eles podem enfrentar o aumento da inadimplência sem ter que sofrer um impacto direto em seu resultado vindo de provisões. Um efeito indireto que não deve ser desconsiderado, entretanto, é que a carteira de crédito adimplente deverá crescer menos do que a carteira de crédito total (pelo aumento da

taxa de inadimplência) e isso se traduzirá em uma desaceleração do crescimento da receita de intermediação financeira (NII).

Mas o NII já vai desacelerar? Não. Nós acreditamos que os bancos terão dois anos de bom crescimento em sua principal linha de receita (intermediação financeira – NII: *net interest income*). Alguns fatores explicam a aceleração do NII: 1) aumento da Selic: isso faz com que o capital de giro do banco seja remunerado a uma taxa superior; 2) aumento da curva de juros futura: os bancos precificam as suas operações de crédito com base na curva de juros; 3) apesar de uma tendência entre 2019-2021 de migração para linhas mais seguras (com menor NPL e menor *spread*), ao longo de 2021, os bancos vieram crescendo mais linhas de maior *spread* (cartão de crédito, crédito pessoal, SMEs). Esse carrego ajuda o crescimento do NII em 2022. Em 2023, se a Selic voltar a cair, no curto prazo será positivo para o resultado dos bancos. Isso porque o passivo dos bancos é ajustado mais rapidamente do que os ativos, então, inicialmente haverá um benefício no custo de captação dos bancos.

Relativos dos bancos brasileiros. Entre os bancos brasileiros, nós decidimos nos posicionar em Itaú e Banco do Brasil. Nós acreditamos que estes serão mais resilientes em termos de aumento de inadimplência do que seus concorrentes. A nossa tese é pautada no fato do Itaú possuir um mix de clientes mais alta renda do que os demais bancos, uma maior diversificação geográfica de sua carteira, por possuir uma parcela mais relevante de exposição a América Latina (principalmente através da participação no Corpbanca) e que fosse ter um crescimento maior da margem com clientes em 2022. No caso do Banco do Brasil, a elevada representatividade da carteira agro e a grande exposição a funcionários públicos também farão com que o aumento de inadimplência seja menor do que nos pares.

Tese de bancos digitais. É importante destacar que, apesar de acharmos que o cenário atual é positivo para os bancos incumbentes, a nossa tese dos bancos digitais se mantém. Acreditamos que eles continuarão adicionando clientes com um baixo custo de aquisição e que conseguirão aumentar a monetização no médio/longo prazo. Acreditamos que 2022 e 2023 serão anos em que o ROAE dos bancos incumbentes se aproximará do pico dos próximos anos. Isso porque com o controle da inflação, deveremos ter uma taxa Selic menor, o que reduzirá o NII dos bancos. Além do efeito da competição das fintechs e bancos digitais.

Mais uma vez agradecemos a confiança de nossos clientes, colaboradores e investidores.

Apex Capital Ltda

. . .

LEIA O PROSPECTO, O FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES, LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS E O REGULAMENTO ANTES DE INVESTIR. RENTABILIDADE PASSADA NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. A RENTABILIDADE DIVULGADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS. FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR, DO GESTOR, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO – FGC. AS INFORMAÇÕES CONTIDAS NESTE MATERIAL SÃO MERAMENTE INFORMATIVAS E NÃO SE CONSTITUEM EM QUALQUER TIPO DE OFERTA DE INVESTIMENTOS, CONVITE OU VENDA E NEM ACONSELHAMENTO OU SUGESTÃO DE INVESTIMENTO. OS INVESTIDORES DEVEM BUSCAR ACONSELHAMENTO PROFISSIONAL COM RELAÇÃO AOS ASPECTOS TRIBUTÁRIOS, REGULATÓRIOS E OUTROS QUE SEJAM RELEVANTES À SUA CONDIÇÃO ESPECÍFICA, SENDO QUE O PRESENTE MATERIAL NÃO FOI ELABORADO COM ESTA FINALIDADE. INVESTIMENTOS NOS MERCADOS FINANCEIROS E DE CAPITALIS SÃO SUJEITOS A RISCOS DE PERDA DO CAPITAL INVESTIDO. RESSALTAMOS QUE: (I) OS DADOS E INFORMAÇÕES AQUI CONTIDOS NÃO DEVEM SERVIR COMO BASE EXCLUSIVA PARA TOMADAS DE DECISÕES DE INVESTIMENTO, QUE SOMENTE DEVERÃO SER EXECUTADAS APÓS A COMPRENSÃO DOS RISCOS ENVOLVIDOS E DA ANÁLISE DE SEUS OBJETIVOS PESSOAIS, E (II) OS RESULTADOS E EVENTUAIS RENTABILIDADES VERIFICADAS NO PASSADO PARA DETERMINADO PRODUTO, MODALIDADE DE INVESTIMENTO OU EM ALGUM SEGMENTO ENVOLVENDO DERIVATIVOS COMO PARTE INTEGRANTE DE SUAS POLÍTICAS DE INVESTIMENTO, TAIS ESTRATÉGIAS PODEM RESULTAR EM SIGNIFICATIVAS PERDAS PATRIMONIAIS PARA SEUS INVESTIDORES, E INCLUSIVE ACARREJAR PERDAS SUPERIORES AO CAPITAL APLICADO E A CONSEQUENTE OBRIGAÇÃO DO INVESTIDOR DE APORTAR RECURSOS ADICIONAIS PARA COBRIR OS PREJUÍZOS GERADOS. EM SE TRATANDO DE FUNDOS DE INVESTIMENTO, AS NORMAS DA ANBIMA RECOMENDAM QUE A ANÁLISE DE RENTABILIDADE DE FUNDOS DE INVESTIMENTO SEJA EFETUADA CONSIDERANDO, NO MÍNIMO, 12 (DOZE) MESES. OS FUNDOS DE INVESTIMENTO ESTRANGEIROS MENCIONADOS NESTE MATERIAL NÃO POSSUEM REGISTRO JUNTO À COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS E, CONSEQUENTEMENTE, NÃO ESTÃO SUJEITOS A OFERTA PÚBLICA NO BRASIL. ADICIONALMENTE, RESTRIÇÕES DE NATUREZA FISCAL PODEM SE APLICAR EM RELAÇÃO A INVESTIMENTOS POR PARTE DE RESIDENTES NO BRASIL.

A APEX CAPITAL LTDA, SEUS ADMINISTRADORES E FUNCIONÁRIOS ISENTAM-SE DE RESPONSABILIDADE SOBRE QUAISQUER DANOS RESULTANTES DIRETA OU INDIRETAMENTE DAS INFORMAÇÕES CONTIDAS NESTE MATERIAL. AS INFORMAÇÕES UTILIZADAS PARA A ELABORAÇÃO DESTE RELATÓRIO FORAM CONSIDERADAS COMO DE PRECEDÊNCIA IDÔNEAS PELA APEX, NO ENTANTO, ESTA NÃO SE RESPONSABILIZA POR EVENTUAIS INEXATIDÕES, OMISSÕES OU ERROS COMETIDOS POR SUAS FONTES. ESTA APRESENTAÇÃO NÃO DEVERÁ SER REPRODUZIDA, DISTRIBUÍDA OU PUBLICADA SOB QUALQUER PROPÓSITO E SEU CONTEÚDO PODE SER REVISTO OU ALTERADO PELA APEX A QUALQUER TEMPO INDEPENDENTE NOTIFICAÇÃO OU JUSTIFICATIVA.

