



# CARTA MENSAL

FEVEREIRO 2023

## **Fevereiro/2023 – É possível uma “não aterrissagem” na economia norte-americana?**

O mês de fevereiro de 2023 representou um período difícil para os ativos de renda variável. Alguns números no mercado de renda fixa são o reverso desta medalha e explicam esse desempenho pífio do mercado acionário:

- **Treasury de 2 anos dos EUA:** de 4,21% no final de janeiro para 4,81% a.a no final de fevereiro.
- **Treasury de 10 anos dos EUA:** de 3,52% para 3,92% a.a
- **Gilt de 30 anos da Grã-Bretanha** de 3,71% para 4,11% a.a
- **Bund de 30 anos da Alemanha** de 3,66% para 3,93% a.a

Por que as curvas de juros voltaram a se elevar por todo o globo? Primeiro, pelo repique da inflação após dois meses de arrefecimento. Nos EUA, por exemplo, os núcleos do CPI, quanto do PCE e do PPI vieram acima do esperado, interrompendo a sequência de bons números entre novembro e dezembro/22.

**No entanto, o que mais tem incomodado os investidores, ávidos por uma interrupção da elevação de juros por todo o globo, é a grande resistência dos indicadores de atividade, que insistem em não enfraquecerem, mesmo com o aperto monetário.** O mercado de trabalho é o que mais impressiona nos EUA, com a criação de 517 mil vagas em dezembro versus a expectativa de surgimento de apenas 190 mil postos. A taxa de desemprego renovou mínima histórica de 3,4%. Além disso, os PMIs norte-americanos voltaram a surpreender positivamente. O PMI composto já caminhou para 50,2, acima do limiar da zona de expansão. Já o PMI Serviços cravou 50,5 e o PMI Industrial em 47,8 (ambos em crescimento).

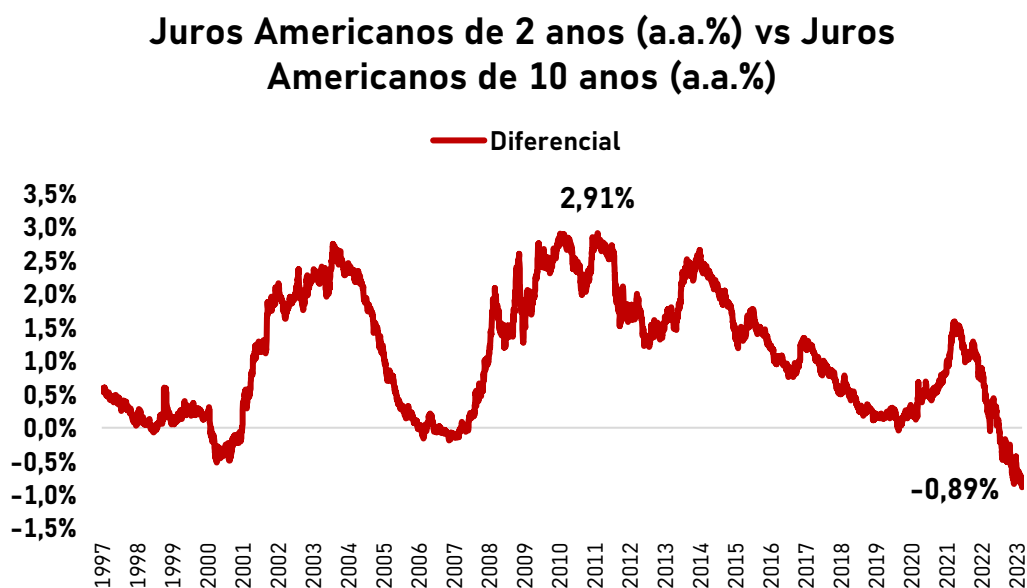
Usamos algumas expressões para definir o processo de ajuste na atividade a partir de uma contração na política de juros utilizada para conter os preços: **a aterrissagem forçada (hard landing)** – uma queda abrupta do PIB é necessária para baixar a inflação; **a aterrissagem suave (soft landing)** – a derrocada da inflação é conquistada sem uma contração significativa da atividade; e a **não aterrissagem (no landing)** – Inflação volta para as metas sem nenhum prejuízo ao PIB.

**O que aconteceu mais uma vez no mês de fevereiro?** Uma continuidade no processo de aperto monetário no rol dos países desenvolvidos. O Banco Central norte-americano subiu o FED fund rate em 0,25% para a faixa 4,5%-4,75% a.a.; o Banco Central Europeu (BCE) elevou a taxa básica de 2,5% para 3% a.a.; e o Banco Central da Inglaterra (BOE) moveu seus juros de 3,5% para 4% a.a.

O mercado (e a maioria dos economistas) não acredita que os BCs conseguirão vencer a inflação, que está enraizada nos países por todo mundo, sem haver custo de atividade (o sonhado no landing). Mas o fato é que a inflação e a atividade estão demorando a cair mais do que o usual (o que chamamos de inércia). Isso aumenta a tensão tanto no mercado de juros como em renda variável. O discurso dos banqueiros centrais continua bastante duro. O melhor dos mundos seria a economia se contrair de forma gradual (soft landing), com queda de preços gradativa. Mas, cada vez mais, o medo da necessidade de uma desaceleração mais forte (hard landing) para conter preços se aguça, com o potencial estabelecimento de juros básicos acima do inicialmente esperado, com efeito em toda a curva.

O resultado desse ambiente incômodo (atividade não cai + inflação que não cede) consiste em uma forte abertura na curva de juros no mundo inteiro. Mais do que isso, observa-se a maior inversão da curva dos últimos 40 anos nos EUA.

Figura 1 – Diferencial entre taxas das Treasuries de 2 anos e 10 anos.



Fonte: Quantum

As bolsas acabaram sentindo esse nervosismo pelo globo, com desempenho negativo ou neutro.

A constatação auspiciosa para mundo é que economia chinesa, após a abertura da COVID, tem mostrado recuperação. O PMI industrial atingiu 49,2 e o PMI Serviços 54,4. Os economistas têm convergido para um crescimento do PIB chinês de 5% em 2023, o que vai colaborar em muito para evitar uma recessão mundial.

**No Brasil, a agonia em relação a esses assuntos é um pouco diferente.** A economia de fato está desacelerando e se espera um crescimento ao redor de 1% a.a em 2023 versus 2,9% a.a observado em 2022. Alguns números relativos a dezembro – Produção industrial (0% de variação) e Vendas no varejo restrito (-2,6%) – já mostram indícios mais claros de desaceleração. A exceção veio no repique do volume de serviços (+3,1%), depois de dois meses consecutivos de contração.

**O grande problema chama-se inflação, que está incompatível com o esforço do BC que elevou a taxa SELIC de 2% a.a em março de 2021 para os atuais 13,75% a.a (estabelecida desde agosto de 2022).** É impressionante, mesmo com o juro real ao redor de 7%, observar a inércia dos núcleos do IPCA de janeiro (+0,51%) e do IPCA-15 de fevereiro (+0,69%), rodando bem acima das metas de inflação, com os índices de difusão rondando 65%.

Adicionalmente, as expectativas inflacionárias subiram em todas as divulgações do Boletim FOCUS ao longo do mês, chegando a emplacar dez altas consecutivas. Do final de janeiro para o fim de fevereiro, houve uma piora generalizada: IPCA 2023 (de 5,74% para 5,90% a.a.); IPCA 2024 (de 3,90% para 4,02% a.a.); IPCA 2025 (de 3,50% para 3,80% a.a.); e IPCA 2026 (de 3,50% para 3,75% a.a.).

**O COPOM, diante desse quadro, decidiu pela manutenção da taxa SELIC em 13,75% a.a, adotando mais uma vez um discurso muito forte em relação ao quadro fiscal e transmitindo o aviso de que “não hesitará em retomar o ciclo de alta, se necessário”.** Apesar de não acreditarmos na reabertura do processo de aperto monetário, a manutenção dos juros básicos em 13,75% por um longo período constitui-se em hipótese que não deve ser descartada (aliás, durante boa parte do mês, a curva de juros precificou integralmente essa possibilidade). A pressão do discurso contra juros altos, tanto de Lula quanto de Fernando Haddad como do PT, tem sido enorme. A ata da reunião já veio mais “política” mas, no fim do dia, não acreditamos que o BC irá capitular. Mas, sem dúvida, estamos passando por um grande teste para a independência do Banco Central.

**A boa notícia é que os preços ao atacado têm estado comportados, sobretudo pela relativa estabilidade da taxa de câmbio e do preço das commodities.** O IGP-10 e o IGP-M de fevereiro vieram, respectivamente, em +0,02% e - 0,02%.

Figura 2: Retorno dos ativos em fevereiro

Indicadores	jan/23	fev/23	Variação mês x mês
<b>Bolsas</b>			
Ibovespa	113.431	104.932	-7,5%
IBX	48.181	44.526	-7,6%
S&P 500	4.077	3.970	-2,6%
<b>Câmbio</b>			
Dólar/Real	5,10	5,21	-2,1%
DXY	102,10	104,95	2,8%
<b>Curva de Juros e Risco-País</b>			
DI Janeiro 2033	13,10%	13,53%	0,4%
NTN-B 2025	6,20%	5,92%	-0,3%
NTN-B 2055	6,48%	6,48%	0,0%
Swap DI x Pré 12 meses	13,13%	12,94%	-0,2%
CDS 10 anos	3,16%	3,13%	0,0%
Treasury 2 anos	4,21%	4,81%	0,6%
Treasury 10 anos	3,52%	3,92%	0,4%
<b>Commodities</b>			
Petróleo Brent	84,61	83,21	-1,7%
Minério de Ferro	128,95	124,10	-3,8%
Soja US\$ (CBOT)	1.538	1.480	-3,8%

Fonte: Quantum Axis, S&P Platts, B3, elaboração própria

**No mercado de renda variável**, influenciado pelo mau humor externo e pela tensão política entre o BC e o Governo, o Ibovespa (-7,5%) caiu fortemente. **Dos vinte e dois índices setoriais calculados pela Meta Asset Management, apenas dois apresentaram variação positiva no mês.**

**No mercado de renda fixa, a curva “inclinou” novamente, com os investidores buscando proteção contra o risco fiscal nos vértices mais longos.** Enquanto o *swap* de doze meses caiu de 13,13% para 12,94% a.a. (-19 pontos-base), o DI de dez anos disparou de 13,10% para 13,53% a.a. (+43 pontos-base).

No mercado de NTN-Bs, o movimento foi também de inclinação da curva, com a queda dos cupons mais curtos (2025: -28 pontos-base em 5,92% a.a.) e manutenção do nível dos mais longos (título 2055: 0 pontos-base, estável em 6,28% a.a.).

**A curva das taxas das *Treasuries* de dois e dez anos nos EUA ajudaram a “empurrar” a curva local, com abertura de taxas.** Enquanto o rendimento da Treasury de 2 anos subiu de 4,21% para 4,81% a.a., a taxa da Treasury de 10 anos ampliou-se de 3,52% para 3,92% a.a., a partir da divulgação de dados mais fortes da economia norte-americana.

No mercado de câmbio, o Brasil seguiu, em fevereiro, a mesma tendência de apreciação da moeda norte-americana observada mundialmente (DXY: +2,8%), com o Real se desvalorizando (-2,1%) em relação ao dólar, sobretudo pela abertura da curva de juros nos EUA. Tal movimento foi intensificado pela queda da cotação do minério de ferro (-3,8%), do petróleo (Brent -1,7%) e da soja (-3,8%).

Já o Risco-Brasil, representado pelo *Credit Default Swap* (CDS) se manteve praticamente constante em 3,16%, muito por conta da preferência do investidor estrangeiro por Brasil a China e Rússia, o que tem trazido recursos para o país e estabilizado o câmbio.

Figura 3: Índices setoriais – Meta Asset – Mês de fevereiro

Índices Meta Asset	fev/23
Meta Índice Açúcar e Alcool	3,41%
Meta Índice Agricultura	1,54%
Meta Índice Shoppings Centers	-0,29%
Meta Índice Serviços Financeiros	-2,52%
Meta Índice Materiais Básicos	-3,35%
Meta Índice Locação de Veículos	-3,38%
Meta Índice Indústria	-3,97%
Meta Índice Água e Saneamento	-5,00%
Meta Índice Energia Elétrica	-7,48%
Ibovespa	-7,49%
Meta Índice Bancos	-7,59%
IBX	-7,59%
Meta Índice Logística	-8,78%
Meta Índice Saúde	-8,80%
Meta Índice Exploração	-9,05%
Meta Índice Mineração	-9,95%
Meta Índice Óleo, Gás Petroquímico	-10,15%
Meta Índice Construção Civil	-11,05%
Meta Índice Siderurgia	-13,67%
Meta Índice Frigoríficos	-15,70%
Meta Índice Varejo	-16,14%
Meta Índice Tecnologia	-16,99%
Meta Índice Supermercados	-17,18%
Meta Índice Aéreas	-33,97%

Fonte: Quantum Axis, elaboração própria

**Apenas dois índices setoriais experimentaram variação positiva no mês de fevereiro.**

Em primeiro lugar, veio o segmento de açúcar e álcool, que subiu na expectativa (referendada no dia 28/02) da reoneração dos combustíveis. Destaque para São Martinho (+8,8%) e Jales (5,4%).

No segundo posto, aparece o setor de agricultura. Cite-se 3 Tentos (27,1%), que puxou a alta depois de apresentar um excelente balanço no quarto trimestre/23; e Boa Safra (6,2%).

Menção negativa para o setor de companhias aéreas, que viu a situação financeira das empresas se deteriorar bastante, inclusive com rebaixamento de rating. Apontamos Gol (-27%) e Azul (-39%).

O nicho de supermercados também apresentou má performance. Destaque para Pão de Açúcar (-25%) que divulgou um resultado muito ruim do quarto trimestre; Grupo Mateus (-17,5%) e Carrefour (-18,2%).

**Figura 4: Índices setoriais – Meta Asset – Ano de 2023**

Índices Meta Asset	no ano
Meta Índice Shoppings Centers	6,53%
Meta Índice Agricultura	6,23%
Meta Índice Industria	5,12%
Meta Índice Locação	2,29%
Meta Índice Mineração	1,92%
Meta Índice Construção	1,80%
Meta Índice Siderurgia	1,57%
Meta Índice Serv. Financeiros	0,93%
Meta Índice Logística	-0,44%
Meta Índice Saúde	-1,58%
Meta Índice Água e Saneamento	-1,63%
Meta Índice Materiais Básicos	-3,07%
Meta Índice Açúcar e Álcool	-3,33%
IBX	-4,34%
Ibovespa	-4,38%
Meta Índice Óleo Gás Petroquímico	-5,79%
Meta Índice Bancos	-5,83%
Meta Índice Energia Elétrica	-7,53%
Meta Índice Supermercados	-7,66%
Meta Índice Exploração	-11,28%
Meta Índice Varejo	-12,79%
Meta Índice Tecnologia	-15,38%
Meta Índice Frigoríficos	-18,93%
Meta Índice Aéreas	-29,97%

Fonte: Quantum Axis, elaboração própria

**No ano, destaque positivo para os setores de shopping centers e agricultura e negativo para aéreas e frigoríficos.**

## **CARTEIRA META VALOR**

**O Meta Valor FIA atingiu desempenho de -9,11% versus -7,59% do IBX em fevereiro/23. No ano, a performance acumulada do fundo chega a -4,65%, enquanto a do IBX é de -4,34%.**

O mês de fevereiro foi bastante negativo para o mercado acionário brasileiro, que refletiu o comportamento das principais bolsas internacionais e, sobretudo, as incertezas políticas internas. O Fundo Meta Valor apresentou desempenho inferior ao IBX-100 no mês, decorrente principalmente da posição *underweight* em bancos e da queda das ações do segmento de consumo.

As *commodities*, de uma forma geral, como minério de ferro, petróleo e alumínio, recuaram em fevereiro, como decorrência da piora do cenário externo, valorização do dólar e abertura das curvas de juros por todo o globo. O preço do minério de ferro Platts, por exemplo, recuou 3,8%, afetando o desempenho do setor de mineração & siderurgia. No setor de petróleo, as *junior companies* apresentaram desempenho bem negativo no mês, afetadas pela queda da *commodity* e, em alguns casos, por incertezas operacionais e políticas.

O setor de varejo foi afetado pela alta dos juros futuros e pelo cenário macroeconômico ainda desafiador. Os resultados do segmento no quarto trimestre de 2022 e no primeiro trimestre de 2023, de uma forma geral, devem refletir esse cenário, melhorando gradualmente a partir de meados do ano. As empresas mais endividadas acabam tendo um pior desempenho dentro deste cenário de juros elevados e alta volatilidade. Já o setor de shopping centers atravessa um momento operacional bastante positivo, com aumento dos aluguéis e das taxas de ocupação.

Duas das poucas ações importantes que se salvaram no mês estão no setor de bancos - Itaú e Banco do Brasil que, conseguiram desempenho bem melhor que o IBX. Devemos observar ao longo de 2023 a continuidade do aumento da inadimplência em função do elevado endividamento das famílias e dos juros elevados. Por outro lado, alguns bancos possuem carteiras de crédito com menores níveis de riscos, e seus resultados recentes refletem isso. Desta forma, permanecemos com uma alocação seletiva no setor.



## CARTEIRA META SMALL CAPS

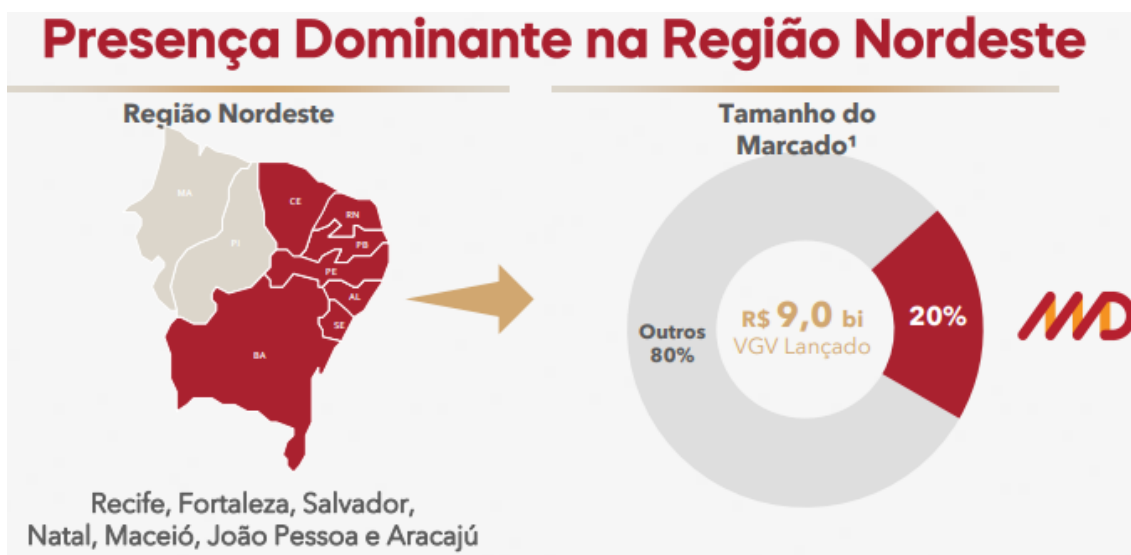
O Meta SMALL CAPS FIA atingiu desempenho de **-7,72% versus -10,52%** do SMLL em fevereiro/23. No ano, a performance acumulada chega a **+2,90%**, enquanto a do IBX é de **-7,35%**.

## CASO DE INVESTIMENTO: MOURA DUBEUX

### Visão geral da empresa

A companhia atua no segmento de incorporação imobiliária, é líder no segmento de médio e alto padrão no Nordeste e está presente em sete capitais. Essa região teve aproximadamente R\$ 9 bi de VGV (Valor Geral de Vendas) anual lançados entre 2012 e 2021, sendo 20%, em média, da Moura Dubeux.

**Figura 5 – Área de Atuação da Moura Dubeux**

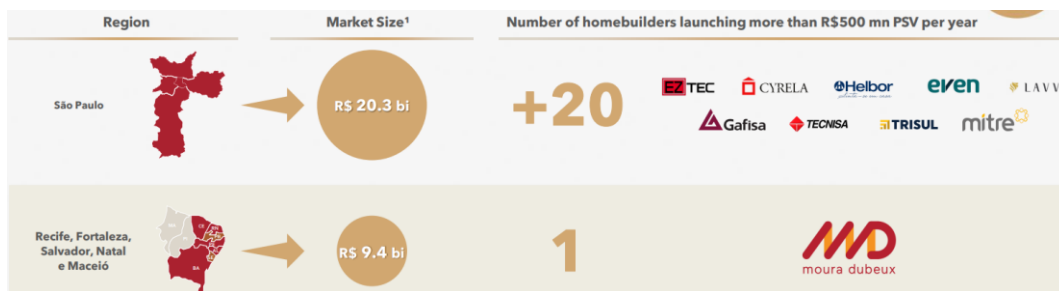


Fonte: RI da Companhia

### Destaques da tese

A companhia possui grandes vantagens competitivas em seu mercado, refletindo em números acima de seus concorrentes. Diferentemente da maioria das empresas listadas do setor, que atuam majoritariamente em São Paulo e Rio de Janeiro, a Moura Dubeux atua em uma região em que é a única a lançar mais de R\$ 500 milhões por ano. Apenas de empresas listadas, são nove com foco no mercado de São Paulo.

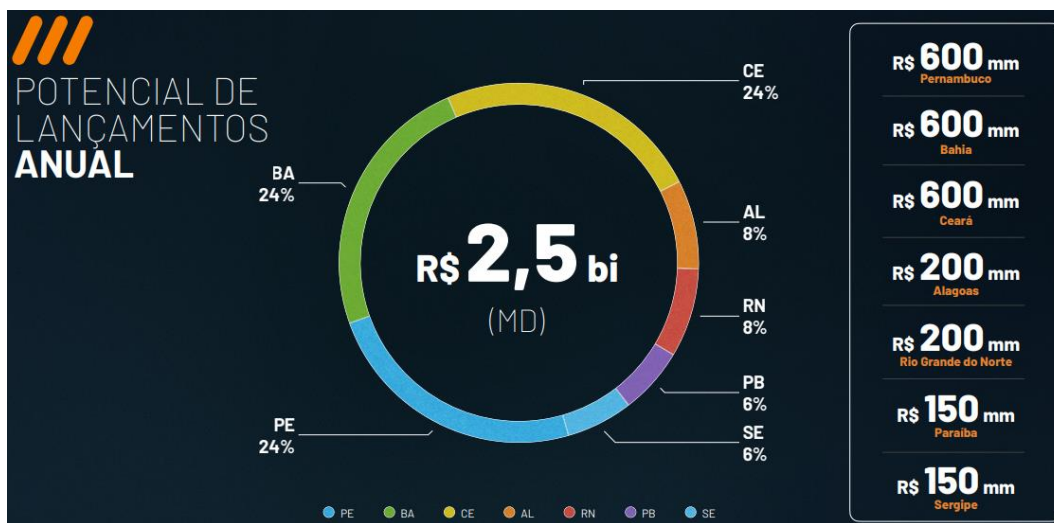
**Figura 6 – VGV lançado em São Paulo e no Nordeste**



Fonte: RI da Companhia

Na verdade, a companhia lançou aproximadamente R\$ 2 bi de VGV em 2022, cerca de 4x mais que seu principal concorrente na região. Além disso, eles possuem um *business plan* para atingir cerca de R\$ 2,5 bi de VGV anual no médio prazo, o que representaria um *market share* de aproximadamente 29% na região, cerca de 5x superior a seu maior concorrente.

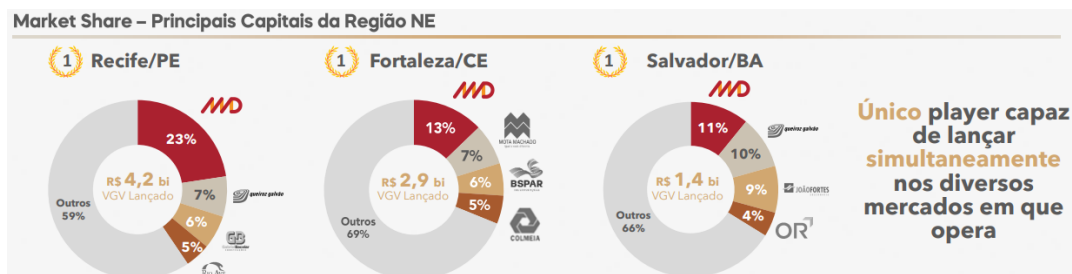
**Figura 7 – Potencial de VGV Anual da Moura Dubeux**



Fonte: RI da Companhia

Para atingir estes objetivos, entendemos que ganhos de *market share* em Fortaleza e Salvador sejam fundamentais, e há espaço para isso. A companhia possui cerca de 23% de *market share* em Recife e apenas 13% e 11% em Fortaleza e Salvador, respectivamente. Assumindo que atinjam seu *market share* normalizado nestas regiões, já seria suficiente para atingir R\$ 2,5 bi de VGV anuais.

**Figura 8 – Market share da Moura Dubeux nas principais capitais**



Fonte: RI da Companhia

Além disso, outro diferencial da Moura Dubeux se dá em seu segmento de atuação. Diferentemente das demais empresas listadas, a companhia atua tanto no segmento de incorporação residencial quanto em regime de administração (condomínio), em que o cliente terceiriza seu projeto e paga uma taxa para a incorporadora. Este segmento, apesar de possuir menor volume, traz uma maior previsibilidade ao resultado, algo difícil de encontrar no setor.

**Figura 9 – Segmentos de atuação da Moura Dubeux**



Fonte: RI da Companhia

Outro fator que nos anima é o fato da companhia ter mudado o patamar de seus lançamentos sem incorrer em uma alavancagem relevante, pelo contrário. Atualmente a companhia possui um caixa líquido de cerca de R\$ 120 milhões, e vale aproximadamente R\$ 450 milhões em bolsa. Apesar de esperarmos uma queima de caixa nos próximos trimestres devido aos novos projetos e a alavancagem aumentando nos próximos anos, não vemos esta alavancagem ultrapassando 15% do Patrimônio Líquido, o que é uma situação bem confortável.

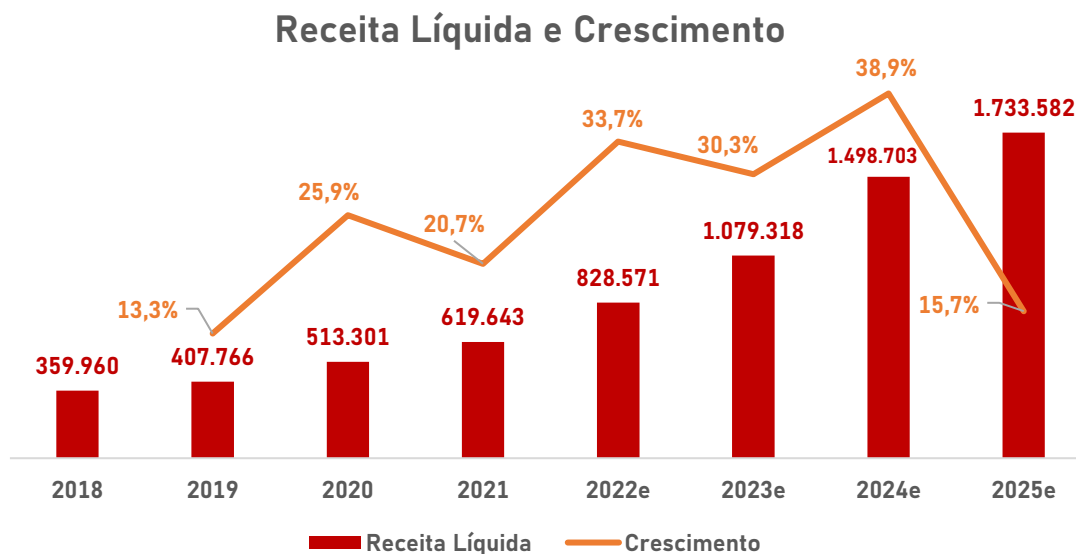
Por fim, vale destacar que o crescimento de resultados para 2023 e 2024 já está, basicamente, contratado. Dada a metodologia peculiar de contabilização de receita no setor, o Percentage of Completion (POC), a companhia reconhece o resultado do empreendimento à medida que avança em sua construção, mesmo que já tenha vendido na planta. Como a Moura Dubeux atingiu o maior volume de lançamentos de sua história em 2022, o maior reconhecimento dessas receitas se dará entre 2023 e 2024, mas com risco muito baixo (exposta basicamente a estouro de obra e possíveis distratos).

**Portanto, acreditamos que a Moura Dubeux consolida vantagens competitivas, crescimento, baixo risco de execução e valuation extremamente atrativo, como falaremos na próxima seção, o que nos deixa confiante com essa tese de investimentos.**

## Valuation

Como dito anteriormente, o elevado volume de lançamentos em 2022, além de uma manutenção deste nível em 2023, deve trazer um forte crescimento de receita nos próximos anos.

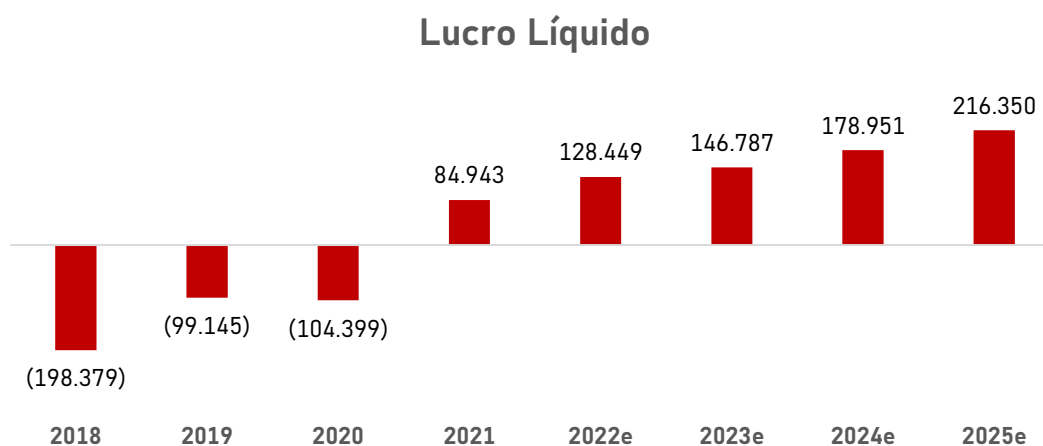
Figura 10 – Receita estimada da Moura Dubeux



Fonte: RI da Companhia

Assumindo margem bruta normalizada entre 35% e 36%, em linha com os pares, uma leve diluição de despesas, e mesmo considerando uma piora do resultado financeiro, vemos um bom crescimento de lucro para os próximos anos, o que não conversa com o *valuation* atual do papel.

Figura 11 – Lucro Líquido estimado da Moura Dubeux



Fonte: RI da Companhia

Considerando essas estimativas, a companhia estaria negociando a um P/E de 2,9x e 2,4x para 2023 e 2024, respectivamente, o que é bastante atrativo. Além disso, vemos um P/VPA de cerca de 0,3x, nível muito depreciado vis a vis o ROE normalizado de ~13%-14% que enxergamos no médio prazo.

Assumindo que a companhia passe a negociar em linha com os pares de menor capitalização, a cerca de 6x lucros e com desconto de aproximadamente 15% sobre o valor patrimonial, vemos um papel com forte potencial de valorização. aproximadamente 15% sobre o valor patrimonial, vemos um papel com forte potencial de valorização.

Fundos de Ações	Data	Valor da Cota	Dia	Mês	No Ano	Últimos 12M	PL Atual (mil)	PL Médio 12M (mil)	Estratégia	Data de Início
<b>META VALOR FIA</b>	28/02/2023	2,76257489	-0,75%	-9,11%	-4,65%	-13,98%	214.710	257.545	Ações IBrX Ativo	11/04/2006
IBX-100			-0,71%	-7,59%	-4,34%	-10,09%				
IBOVESPA			-0,74%	-7,49%	-4,38%	-7,26%				
<b>META 11 SMALL CAP FIA</b>	28/02/2023	0,80241457	-1,55%	-7,72%	2,35%		2.244	2.375	Ações Small Caps Ativo	11/04/2022
Small			-1,05%	-10,52%	-7,90%					
<b>Total Estratégia Renda Variável</b>							216.954	259.920		
<b>Total AUM</b>							217.946	261.031		

As rentabilidades informadas estão líquidas de taxas de administração e performance.

#### META VALOR

**Taxa de Administração:** 2,50% a.a.

**Taxa de Performance:** 20% sobre o ganho que exceder a variação do IBX-100 FECHAMENTO (conceito marca d'água).

**Resgate:** D+1, D+2.

(\*) A coluna 12, 24, 36, 48 e 60 meses se refere a rentabilidade da cota data base (d-1) dividido pela cota do dia útil equivalente de 12, 24, 36, 48, 60 e 72 meses atrás.

(\*\*) A tabela dos últimos 365 dias se refere a rentabilidade da cota data base (d-1) dividido pela cota de 365 dias atrás (d-365)

#### META 11 SMALL CAP FIA

**Taxa de Administração:** 2,50% a.a.

**Taxa de Performance:** 20% sobre o ganho que exceder a variação do ÍNDICE SMLL FECHAMENTO (conceito marca d'água).

**Resgate:** D+1, D+2.

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 crédito - FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise em um período de, no mínimo, 12 (doze) meses. Leia o prospecto, o formulário de informações complementares, Lâminas e Regulamento antes de investir. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos.

