

CENÁRIO ECONÔMICO

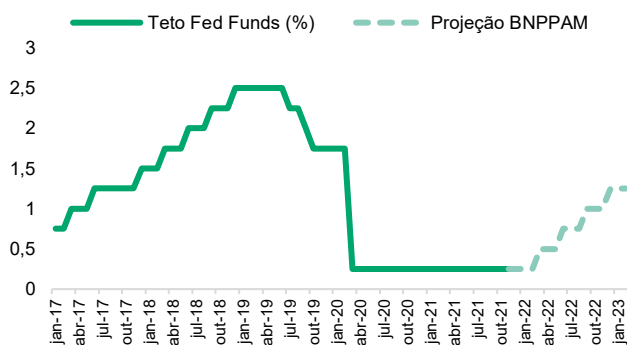
ECONOMIA INTERNACIONAL

No cenário externo, dezembro foi marcado pelo endurecimento dos discursos e ações dos Bancos Centrais dos países desenvolvidos em resposta ao avanço excessivo da inflação, que tem se mostrado mais persistente do que o esperado inicialmente.

Em sua última reunião, o FOMC registrou um tom significativamente mais *hawkish* do que o adotado até então. Powell anunciou uma aceleração da redução de compras de ativos (conhecido como *tapering*), adiando o fim do processo para março. Além disso, a mediana da projeção de taxa de juros feita pelos membros do Fed passou a indicar 3 altas de juros para 2022. Agora, nós esperamos um aperto ainda mais célere, com 4 altas iniciando em março, conforme precificado pelo mercado. Isso, porque notamos que o mercado de trabalho já está dando sinais de aperto, com uma demanda muito acima da oferta de mão-de-obra, pressionando os salários e custo do trabalho para as empresas, que por sua vez repassam tais custos ao consumidor.

Gráfico 01

Taxa de juros americana (limite superior, %)



Fonte: FED. Elaboração: BNPP AM Brasil. Data base: 30 de Dezembro de 2021.



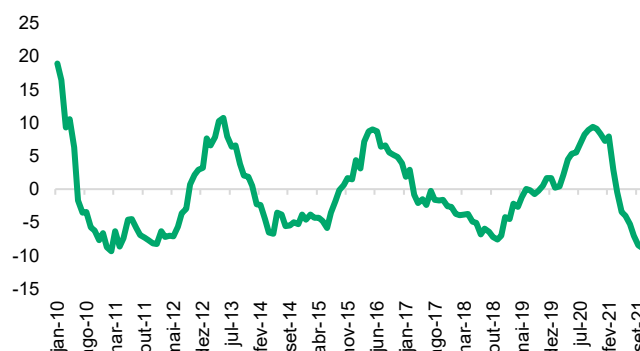
Andressa Castro
Economista-chefe

Além do Fed, outros BCs também estão buscando uma normalização do excesso de estímulos concedidos ao longo desses 2 últimos anos. O ECB anunciou que encerrará em março de 2022 o programa especial de compras de ativos voltado para o enfrentamento da pandemia. Adicionalmente, o Banco Central da Inglaterra elevou a taxa de juros em 15bps para 0,25%, surpreendendo as expectativas do mercado.

Na contramão, a China vem adotando um discurso mais *dovish*, pró-crescimento, indicando que o pior momento da contração do impulso de crédito está ficando para trás. Em dezembro, o Banco Central chinês cortou compulsórios dos bancos, injetando maior liquidez à economia e reduziu a taxa de juros de referência de 1 ano em 5 bps, para 3,80%. Entretanto, ao contrário do observado na pandemia, tais medidas não visam um superestímulo, mas são ajustes finos para evitar uma desaceleração acentuada da economia.

Gráfico 02

Impulso de Crédito (China)



Fonte: Bloomberg. Elaboração: BNPP AM Brasil. Data base: 31 de Dezembro de 2021.



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

The sustainable
investor for a
changing world

Ainda assim, a estabilização do crescimento chinês ajudará a amortecer parte do efeito negativo sobre as economias emergentes da redução de liquidez global derivada do aperto da política monetária dos países desenvolvidos.

No curto prazo, a pandemia continua sendo um grande risco, com países como a Inglaterra, França, Itália e Austrália apresentando recorde de contaminações. Apesar do aumento de casos, as mortes e hospitalizações não subiram tanto quanto nas demais ondas em função da vacinação. No entanto, o maior fator de preocupação é a elevação de casos na China, devido à sua política de tolerância zero e propensão a adotar *lockdowns* que possam prejudicar ainda mais os problemas de cadeias de oferta.

ECONOMIA BRASILEIRA

É provável que seja apenas uma questão de tempo para observarmos um aumento relevante no número de casos de COVID também aqui no Brasil, especialmente com as festas de fim de ano. No entanto, nosso alto índice de vacinação também deve frear as hospitalizações e as mortes. Portanto, não esperamos maiores problemas para o Brasil em relação à pandemia, exceto alguma deterioração dos problemas de cadeias de oferta importada do exterior.

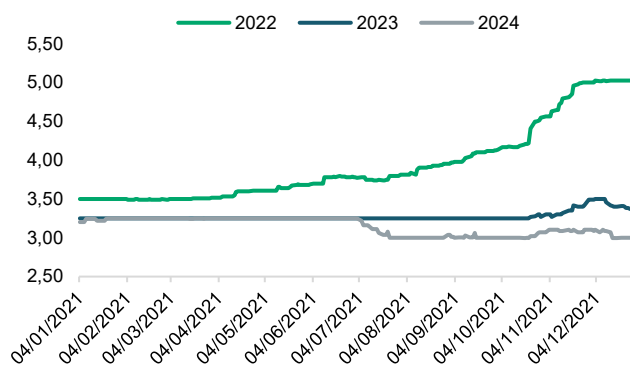
Do lado econômico, dois desdobramentos positivos de dezembro foram a redução do risco fiscal, com a aprovação da PEC dos Precatórios e do Orçamento, e o endurecimento do discurso do Banco Central em relação ao combate à inflação e ao controle das expectativas.

Sobre o primeiro tema, a PEC dos Precatórios passou a ser vista pelo mercado com o “mal menor” e sua aprovação – mesmo que alterando o cálculo do teto de gastos, postergando pagamento de dívidas, driblando a Lei de Responsabilidade Fiscal e alargando as despesas do governo em R\$ 113 bi – eliminou cenários ainda mais caóticos como a adoção de um novo Orçamento de Guerra. O Orçamento oficial foi aprovado sem maiores desgastes, incluindo R\$ 16,5 bi de emendas do relator, R\$ 4,9 bi em recursos para o fundo eleitoral e R\$ 1,7 bi reservados para o aumento salarial de servidores, cujo direcionamento será decidido pelo Presidente. No entanto, alguns riscos fiscais continuam pairando sobre o mercado, como a possibilidade de conceder reajustes à várias categorias de servidores.

Em relação à política monetária, o COPOM elevou mais uma vez a taxa de juros em 150 bps, para 9,25% e sinalizou outra alta de igual magnitude para a próxima reunião. Além disso, o comitê reforçou que irá manter sua estratégia até que “se consolide não apenas o processo de desinflação como também a ancoragem das expectativas em torno de suas metas”. Essa postura mais *hawkish* corrobora nossa visão de que o COPOM fará mais 2 ajustes de 150 bps, elevando a Selic para 12,25%, uma vez que as expectativas do Focus para a inflação de 2023 ainda se encontram acima da meta, em 3,4%. Com isso, o BC irá consolidar seu ciclo de ajuste elevando a taxa de juros a um território significativamente contracionista e, infelizmente, levando a uma desaceleração econômica para controlar a inflação.

Gráfico 03

Expectativas Focus: Mediana anual IPCA

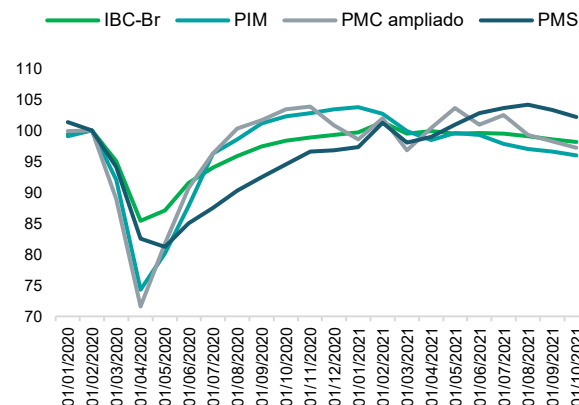


Fonte: BCB. Elaboração BNPP AM Brasil. Data base: 31 de Dezembro de 2021.

Nossa economia já vem patinando desde o meio do ano e registramos uma recessão técnica com queda do PIB no segundo e terceiro trimestre, de -0,4% e -0,1% respectivamente. Além disso, os dados de outubro referentes ao varejo, produção industrial e serviços decepcionaram as expectativas, adicionando um viés negativo sobre o PIB do quarto trimestre. Na nossa visão, ainda é cedo para esse enfraquecimento ser reflexo do aperto da política monetária, o que nos leva a crer que a inflação tem corroído o poder de compra dos consumidores, afetando o setor de varejo e serviços, enquanto os problemas de cadeias de oferta continuam impactando a produção industrial, especialmente de automóveis. Mais para frente, o aperto monetário será o protagonista, mantendo a atividade praticamente estagnada também ao longo de 2022.

Gráfico 04

Indicadores de Atividade (Índice Fev/20 = 100)



Fonte: IBGE e BCB. Elaboração BNPP AM Brasil. Data base: 31 de Dezembro de 2021.

RENDA FIXA E MULTIMERCADO

Michael Kusunoki
Head Renda Fixa & Multimercados



COMPORTAMENTO DO MERCADO

Diante do padrão observado ao longo de 2021, pode-se dizer que dezembro foi um mês tranquilo em termos de volatilidade na renda fixa, com as taxas acomodadas em um patamar elevado, mas sem revisitar as máximas recentes.

Pelo externo, o Fed diminuiu adicionalmente o ritmo da compra de ativos, em linha com uma visão de que os critérios para inflação e desemprego foram atingidos, abrindo espaço para o início da elevação dos juros já em março. Obviamente um ambiente de menor liquidez, pilar fundamental para tomada de risco nos últimos anos, torna-se menos propício a ativos de risco. Por outro lado, a preços de mercado já se espera entre 2 a 3 altas dos juros americanos em 2022 e o SP& 500 está na máxima histórica. Do que se extrai é que se feito de maneira suficientemente coordenada, os riscos tendem a ser menores. De todo modo, a normalização de política monetária pelo Fed é sempre uma etapa sensível, principalmente para nós emergentes – é natural uma maior seletividade entre os países e o quesito fiscal é critério central nessa escolha de destino dos fluxos financeiros.

Por aqui manteve-se a sequência de dados de atividade fracos, com a divulgação do PIB do terceiro trimestre, mais uma produção industrial e vendas no varejo abaixo das expectativas. Essa dinâmica pode, inclusive, implicar em contração econômica em pleno ano eleitoral, em 2022. O BC subiu mais 150bps a Selic e indicou um ciclo mais longo de alta dos juros, que no contexto de fragilidade econômica, foi lido como uma sinalização forte contra o risco inflacionário.

Por fim, a inflação mostrou certo arrefecimento, mas parece cedo para cravar que se trata de uma tendência. Sobretudo nos primeiros meses de 2022, devemos ver pressões oriundas de reajustes de serviços (educação) e preços administrados (transporte público), sem contar o preço do petróleo, que recuperou bem da queda de novembro.

NOSSA VISÃO

A inflação até deu sinais de arrefecimento, tanto nas implícitas nos preços das NTN-Bs como nas expectativas mais longas do Focus. Acreditávamos até que o enfraquecimento da atividade poderia prolongar esse alívio, mas ao que parece, passado os efeitos temporários para baixo na inflação, relacionados a Black Friday, teremos as pressões sazonais de começo de ano para cima novamente.

Nesse contexto, o discurso cauteloso do BC encaixou melhor e parece, enfim, estar mais no controle do curso das expectativas, o que tende a cristalizar apostas em 150bps na próxima reunião, como telegrafado. Reduzir o passo a essa altura, poria em risco os ganhos de credibilidade obtidos.

Mantemos uma postura conservadora no portfólio, diante dos riscos envolvidos na normalização de política monetária nos EUA e, internamente, o debate fiscal-político que deve prevalecer ao longo desse 2022 eleitoral – vide exemplo da pressão por aumentos salariais do funcionalismo público.

Seguimos taticamente aplicado no trecho curto da curva via juro nominal. O portfólio segue com risco concentrado em NTN-B, sobretudo em prazos até 5 anos.

MOEDAS

O Banco Central realizou inúmeras intervenções no *spot* devido às saídas de *hard currency*, que mantiveram a moeda mais pressionada. Estamos estruturalmente mais pessimistas, carregamos posições compradas em USDBRL, porém, acima dos 5700 faremos reduções, com a expectativa de alívio neste fluxo negativo, e por consequência alívio no Real.

CRÉDITO PRIVADO

Os ativos de crédito privado tiveram desempenho positivo em dezembro. Houve certa estabilidade do *spread* dos ativos em carteira dos nossos fundos e, portanto, a maior parte do ganho veio do carregamento. Para os fundos que investem majoritariamente em ativos indexados ao CDI, o ano de 2021 foi extremamente positivo e, em geral, houve recuperação das perdas do período de 18 meses terminados em dezembro de 2020.

O mercado primário teve desempenho mais fraco em linha com a sazonalidade por conta do fim de ano. Continuamos a observar uma certa resistência por parte dos investidores em sancionar *spreads* mais baixos, principalmente nos ativos de emissão de empresas não financeiras. Ativos de altíssima qualidade de crédito têm encontrado demanda na faixa de 140 a 150 bps para prazos médios na região de 4 anos. Continuamos também a achar este níveis muito baixos, não pelo risco de crédito em si, como já falamos em cartas passadas, mas pelo risco de liquidez do sistema onde a maioria dos fundos tem regra de saque com prazos muito curtos.

Conseqüentemente, temos mantido a estratégia de alocar capital no setor financeiro em prazos ao redor de 2 anos. Nossa postura mais conservadora se mantém porque os riscos que vemos à frente permanecem: a (in)sustentabilidade fiscal, as eleições brasileiras, a liquidez internacional com perspectiva de aperto

RENDA VARIÁVEL

EXCELENTE ANO DE 2022 A TODOS!

COMPORTEAMENTO DO MERCADO

Embora o Ibovespa tenha atingido o menor patamar do ano ao longo do mês de dezembro (100.775), o mês fechou no positivo seguindo as bolsas internacionais (+2,85% ou 104.822). O S&P continuou sua trajetória de alta do ano, atingindo novas máximas históricas e finalizando o mês com alta de +4,36%. O índice de mercados emergentes também seguiu o mercado americano e subiu 1,62%, mesmo com uma bolsa chinesa apresentando uma performance mais fraca, queda de 3,17%. Ainda refletindo preocupações sobre restrições do mercado imobiliário e sobre a regulação do governo sobre as empresas de tecnologia. Na parte de *commodity*, o minério de ferro reverteu a tônica negativa, e subiu 9,37% no mês, com expectativas de um possível impulso de crédito do governo chinês.



Fábio Oliveira
Head de Crédito Privado

monetário generalizado, a inflação doméstica e por fim a pandemia, que momentaneamente parece ser o menor risco.

A perspectiva para os meses seguintes continua positiva, embora a volatilidade da curva de juros deva continuar a impactar parte dos ativos de crédito privado. Ativos indexados ao CDI terão atratividade extra por conta do ciclo monetário que deve levar a taxa Selic para patamar igual ou superior a 12%.

Reforçamos a recomendação de investimento no nosso fundo de debêntures incentivadas como opção otimizada às alocações em imab-5, disponível tanto para investidores pessoa física como institucionais.



Marcos Kawakami
Head Renda Variável

O petróleo também teve um mês volátil, terminando o período com alta de 12,14%, quase atingindo as máximas recentes.

Aprofundando um pouco mais sobre o Ibovespa, se por um lado os bancos foram o destaque negativo ao longo do mês, por outro lado, a Vale foi o destaque positivo que mais contribuiu para a bolsa fechar no positivo em dezembro. Além disso, o setor de construção civil também foi outro destaque positivo, depois de fortes quedas nos meses anteriores, o setor apresentou performance positiva. Por fim, outro destaque positivo foi o setor de proteínas, que também apresentou alta relevante ao longo do mês.

O QUE ESPERAMOS?

Por que afirmam que o ano de 2022 será um ano volátil? Porque consideramos que em 2022 os principais temas a serem discutidos terão resolução ou maior visibilidade no decorrer do ano. Podemos falar que são temas de curto prazo e não estruturais (nossas discussões de bull market e bear market), e por esse motivo, dependendo da evolução desses temas, poderemos ter uma maior volatilidade de preços dos ativos.

Acredito que os principais temas a serem discutidos ao longo de 2022 serão:

- I. Eleições;
- II. Covid e novas variantes;
- III. Inflação / juros global;
- IV. China e comportamento das *Commodities*;
- V. EUA – *tapering* / subida de juros.

I. Eleições brasileiras: claramente o tema terá grande relevância ao longo do ano, não apenas por determinar a tendência de crescimento do nosso país nos próximos 4 anos, mas também pelo fato de estabelecer a nossa trajetória fiscal. O novo governo terá como responsabilidade ajustar as contas fiscais, via controle de gastos ou aumento de impostos, para uma estabilização da dívida pública, dado a atual patamar já elevado. Ao longo de 2022, vamos discutir quais os planos de governo dos candidatos, quais serão as chances de desses candidatos e com o candidato eleito, como será o seu governo.

II. Covid e Novas Variantes: A expectativa de 2020 era que no final do mesmo ano, estaríamos mais tranquilos com relação a pandemia. No início de 2021, com a vacinação avançando, acreditávamos que o tema já teria se exaurido nos meses seguintes. No início deste ano, já se discute a nova variante (Ômicron e seus efeitos na economia). Esse resumo demonstra que o tema ainda não acabou e que podemos sim, ter mais um ano de preocupações com relação a pandemia e suas consequências.

III. Inflação global foi um tema relevante no segundo semestre de 2021 e para 2022 deve continuar sendo uma pauta importante. A dúvida se a inflação é temporária, devido a

reabertura de mercados (depois de mais um ano de Covid), ou se é algo mais permanente (devido a reaceleração dos mercados, impulso de econômico e efeitos de demanda), deve ter uma resposta mais clara já no início do ano de 2022. E consequentemente, poderemos ter uma maior visibilidade da política monetária americana, que tem impactado as moedas de forma global. E isso gera um reflexo na inflação de cada país.

IV. O ano de 2022 será também importante para entender o comportamento da **economia Chinesa**. Em ano de olimpíadas de inverno e definição do plano de governo para os próximos anos, o governo chinês foi muito estrito com relação ao covid e poluição ao longo de 2021. Alguns argumentam que isso seria devido a ocorrência desses dois eventos em 2022. Portanto, após o acontecimento desses eventos, teremos uma maior visibilidade das políticas governamentais na China e, consequentemente, os efeitos destas nos preços das *commodities*.

V. E o *tapering* e subida de juros americano, estão interligados ao item iii pois, se a inflação for temporária ou permanente, a postura do FED pode ter um impacto maior ou menor nos mercados. Tanto com relação a injeção de liquidez nos mercados quanto uma subida de juros mais branda ou mais agressiva.

Com a evolução desses temas ao longo do ano, poderemos ter discussões de mais longo prazo. E alguns temas mais estruturais, se entrarmos em um bull market ou bear market. Por exemplo, com a definição do governo a partir de 2023, podemos definir a estratégia de médio prazo dos portfólios, ou mesmo com a definição de *tapering* e juros americanos, qual o impacto de juros mais elevados globalmente nos nossos portfólios.

Dito isso, o ano de 2022 será um ano com alta volatilidade mas, acreditamos que muitas oportunidades aparecerão no mercado, tanto para aumentar posições que gostamos, como para alocar em ativos que não temos posição mas gostamos do estrutural.



Gilberto Kfourri Jr.
CIO da BNP Paribas Asset Management Brasil

FUNDO DE FUNDOS

Dezembro encerrou o ano da mesma forma que os meses anteriores: com volatilidade nos preços dos ativos, momentos distintos de propensão e aversão a risco, idas e vindas em relação à nova variante da COVID-19 (Ômicron), temores sobre a situação fiscal do país e pessimismo em relação à atividade doméstica. Enquanto bolsas norte americanas registraram máximas históricas, os índices locais perderam força no final do mês, em função do cenário desafiador que se configura para 2022. Pesa sobre mercados emergentes não apenas as inflações produzidas pelas rupturas de cadeias de produção e eventos climáticos, mas também o iminente ciclo de alta de juros nos países desenvolvidos.

Conforme esperado, a *Federal Reserve* indicou seu plano de voo para contenção da inflação nos Estados Unidos através do fim do programa de compra de ativos em Março e início da alta de juros ao logo deste ano e do próximo.

No campo fiscal doméstico, os principais eventos foram a aprovação da PEC sobre pagamento dos precatórios e mudanças no teto dos gastos e orçamento para 2022, viabilizando o Auxílio Brasil. Embora a aprovação de ambas terem causado um pequeno alívio no curto prazo pela simples definição, a situação de médio e longo prazo segue bastante delicada, sobretudo quando acrescentamos o componente eleitoral, com os dois principais candidatos embandeirando discursos populistas e de pouca responsabilidade fiscal.

As carteiras produziram resultados positivos em Dezembro, com alguma dispersão de resultados no acumulado do ano em função das diversidades enfrentadas. Apesar da importante redução de risco que fizemos a partir de Agosto, as grandes correções observadas na renda fixa e no mercado acionário cobraram seu preço. Renda variável foi o maior detrator do ano, pois não apenas os índices caíram dois dígitos, mas também os gestores tiveram resultados inferiores em função da conhecida rotação já discutida em cartas anteriores, movimento em que o mercado tem preferido empresas mais maduras e menos cíclicas que tem grande peso no índice e preterido empresas ligadas ao setor de consumo, varejo, saúde e financeiro diretamente ligado ao setor de tecnologia que tiveram retornos excepcionais em 2020. Este segundo bloco de ativos, mais



Tiago Bellodi Costa Cesar
Head Fundo de Fundos



dependentes de um crescimento contratado no futuro, e que foram duramente reprecificados no segundo semestre, predominaram em nossas carteiras investidas.

No *front* internacional, nossa carteira de fundos offshore teve um retorno satisfatório, em linha com o desempenho de diversos ativos globais e com seus orçamentos de risco, sendo, portanto, a cor mais azul do ano. Passamos a aumentar o peso de ativos internacionais a partir do início do ano, inclusive trocando parte da exposição em renda variável local para norte americana e mais na metade do ano, europeia.

Em renda fixa, tivemos em sua maior parte do tempo, betas negativos. A classe não conseguiu produzir alfa para as carteiras por conta dos vetores de abertura de juros, elevada inflação e resultados das atividades econômicas, embaralhando as cartas em um já confuso cenário para 2022, apimentado por eleições presidenciais. Por fim, dos 7 fundos Multimercado Macro de nossa alocação, todos apresentaram retornos positivos, porém, dois abaixo do CDI. Os gestores conseguiram surfar esse mar revolto com posições locais, internacionais e muito dinamismo, o que certamente fez diferença para esses resultados. Podemos citar que a abertura de taxas tanto doméstica quanto global, a redução de ativos de risco local e alocação em bolsas norte americanas tiveram grandes participações nesses retornos.

2021 certamente foi um ano desafiador, exigindo técnica, cautela e ao mesmo tempo, dinamismo. Os riscos ainda pairam sobre o ar, iniciamos 2022 com um cenário doméstico incerto e de preços instáveis, e por isso, seguimos com menor utilização de risco tendendo para ativos menos voláteis e com posições em juros momentâneas. Os caixas das carteiras estão mais elevados. Entendemos a renda variável como o ativo de maior fragilidade, inclusive por conta da nova SELIC rumando a dois dígitos. Para finalizar, seguimos com bons olhos para os mercados internacionais, satisfeitos com a nossa carteira de Fundos Multimercados, acreditando que há mais espaço para que os gestores gerem alfa e utilizando parte do dinheiro alocado em caixa para iniciarmos posição em Crédito Privado de menor liquidez e portanto maiores *yields*.

ÍNDICES

	CDI	IRF-M	IMA Geral	IMA-B	IMA-B 5	Dólar	Ibovespa	IBX	SMLL
Dezembro	0,76%	1,89%	0,87%	0,22%	0,79%	-0,70%	2,85%	3,14%	3,80%
2021	4,40%	-1,99%	0,96%	-1,26%	4,57%	7,39%	-11,93%	-11,17%	-16,20%
12 meses	4,40%	-1,99%	0,96%	-1,26%	4,57%	7,39%	-11,93%	-11,17%	-16,20%

DISCLAIMER

Este documento foi produzido pelo Banco BNP Paribas Brasil S.A. ou por suas empresas subsidiárias, coligadas e controladas, em conjunto denominadas "BNP Paribas" e tem fins meramente informativos, não se caracterizando como oferta ou recomendação de investimento ou desinvestimento. O BNP Paribas é uma instituição financeira regularmente constituída, com seu funcionamento devidamente autorizado pelo Banco Central do Brasil e habilitada pela Comissão de Valores Mobiliários para Administrar fundos de investimento. Apesar do cuidado na obtenção e manuseio das informações apresentadas, o BNP Paribas não se responsabiliza pela publicação acidental de informações incorretas, nem tampouco por decisões de investimento tomadas com base nas informações contidas neste documento, as quais podem sofrer mudanças a qualquer momento sem aviso prévio. Esse material não caracteriza nenhuma oferta de investimento. Antes de qualquer decisão de investimento, é obrigatório certificar-se sobre o seu perfil de risco X perfil de risco do produto pretendido, nos termos da regulamentação em vigor. Esse documento contém informações e declarações prospectivas referentes ao BNP Paribas e ao mercado em geral. Essas declarações não constituem fatos históricos e abrangem projeções financeiras e estimativas, bem como hipóteses sobre as quais estão baseadas declarações relativas a projetos, objetivos e expectativas relacionadas às operações, produtos e serviços futuros ou performances futuras. Essas declarações prospectivas podem ser identificadas pelas palavras «esperar», «antecipar», «acreditar», «planejar» ou «estimar», bem como por outros termos similares; Informações e opiniões contidas neste documento foram obtidas de fontes públicas por nós consideradas confiáveis, porém nenhuma garantia, explícita ou implícita, é assegurada de que as informações são acuradas ou completas, e em hipótese alguma podemos garantir a sua ocorrência. O BNP Paribas não assume qualquer compromisso de publicar atualizações ou revisões dessas previsões. Este documento foi produzido para uso exclusivo do seu destinatário, não podendo ser reproduzido, ao todo ou em parte, sem prévio consentimento do BNP Paribas. Caso V.Sa. não seja o destinatário pretendido, qualquer divulgação, cópia, distribuição ou qualquer ação conduzida ou omitida para que se baseie nisso, é proibida e pode ser considerada ilegal. O BNP Paribas não se responsabiliza por eventual perda causada pelo uso de qualquer informação contida neste documento. Leia a lâmina de informações essenciais e o regulamento antes de investir. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador, do gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou do Fundo Garantidor de Crédito – FGC. Você poderá acessar a Ouvidoria pelo telefone – 0800-7715999 ou através do e-mail: ouvidoria@br.bnpparibas.com – O horário de funcionamento da Ouvidoria é de segunda-feira à sexta-feira, das 9h às 18h. Acesse: brasil.bnpparibas.com. MATERIAL DE DIVULGAÇÃO, Janeiro/2022.



FFC 002.2022