



Carta do Gestor

Abril de 2023



BV asset

Carta aos Cotistas

O Cenário Macroeconômico – Abril 2023

A volatilidade no ambiente externo retrocedeu em abril, seguindo os episódios bancários nos EUA e na Europa no mês anterior. Embora alguns bancos regionais, nos primeiros meses, ainda tenham causado certa apreensão, como notadamente o caso do First Republic, que ainda buscava uma solução para estancar a fuga de depósitos, os quais caíram 41% no 1T23 para US\$ 105 bilhões, os ativos de riscos recuperaram-se no mês com as atenções voltando-se à avaliação do atual estágio do ciclo econômico.

Nesse sentido, as divulgações dos balanços corporativos do setor de tecnologia, representados pelas gigantes nos EUA, mostraram bons resultados, o que ajudou a contrabalancear os riscos anteriormente mencionados impostos pelo setor bancário. As demais empresas da economia real também revelaram, grosso modo, números sólidos e consistentes com a atividade econômica ainda resiliente.

Com as condições financeiras praticamente retornando aos níveis prevalecentes até o início de março, as apostas para a continuidade do ajuste da política monetária pelo Fed voltaram a ser majoritárias. De fato, no início de maio, o FOMC referendou-as, subindo a taxa básica de juros em +25 bps pela 3ª reunião consecutiva para, agora, o intervalo entre 5,00%-5,25%. A exemplo de outros bancos centrais, ele sinalizou que os próximos passos estarão condicionados à evolução dos dados econômicos, porém sugerindo que a manutenção do atual patamar restritivo por bastante tempo talvez seja suficiente para trazer a inflação para o objetivo de 2% no médio prazo.

Do outro lado do Atlântico, o correspondente europeu também elevou a taxa básica de juros em +25 bps para 3,25%. Neste caso, ainda há expectativa de nova ação no encontro subsequente do ECB, no dia 15 de junho, pois, além de um patamar inferior em relação ao praticado nos EUA, a inflação ainda tem se mostrado mais persistente, em que pese a atividade econômica apresentar baixo dinamismo.

Assim, acreditamos que o processo de aperto das condições monetárias tenha chegado, salvo algumas exceções, como no caso do ECB e/ou BoE, ao término. Todavia, conforme sinalizado por eles, agora, devemos seguir numa fase de consolidação dos efeitos restritivos que dever-se-ão acumular nos próximos meses, arrefecendo a atividade econômica. Com a inflexão do mercado de trabalho e o aumento da taxa de desemprego, que deve se dar mais no 2S23, a inflação ao consumidor deve convergir mais consistentemente para níveis compatíveis com os objetivos.

Neste ínterim, o contexto internacional mostra-se mais neutro às economias emergentes. A maior previsibilidade de curto prazo com relação às políticas monetárias no mundo deve ajudar a reduzir a excessiva volatilidade, principalmente, na classe de renda fixa. Com taxas de juros ainda mais altas naqueles países, a atratividade de operações que visam explorar o diferencial de juros (*carry trade*) pode manter o fluxo positivo para eles.

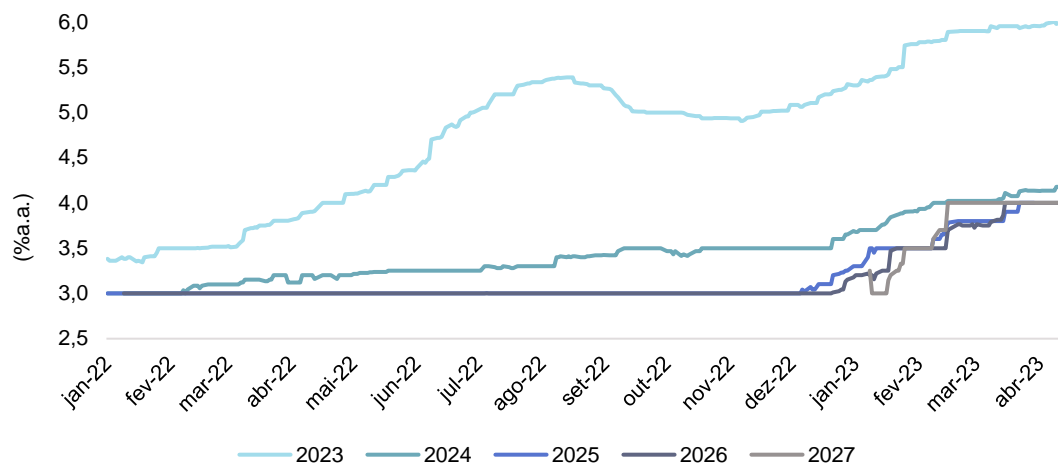
De fato, entre as moedas que mais se valorizaram no ano até abril, destacam-se o peso mexicano (MXN) e o real (BRL), com ganhos de +8,3% e +5,89%, respectivamente, frente ao dólar. De comum, ambos apresentam taxas básicas de juros de 11,25% e 13,75%, respectivamente, que deverão ainda seguir nesses patamares por mais alguns meses.

No caso doméstico, o afastamento do risco de cauda com um descontrole das contas públicas a partir da apresentação do arcabouço fiscal pela administração Lula permitiu uma compressão dos prêmios dos ativos brasileiros. Embora o mesmo tenha que ser aprovado pelo Congresso nos próximos meses, ele estará sujeito, portanto, a emendas e destaques que poderão até mesmo aperfeiçoá-lo como, por exemplo, a inserção de alguma punição aos gestores públicos que não cumprirem os parâmetros propostos e/ou congelamento automático de despesas.

Acreditamos que uma rápida tramitação da proposta da nova regra fiscal e o avanço das discussões da reforma tributária possam gerar valência positiva para a perspectiva da economia no médio prazo.

Ainda vemos como um importante ponto de incerteza no cenário a intenção, por ora latente, do governo em rediscutir uma alteração da meta de inflação. Conforme observado na dinâmica recente das expectativas de inflação de médio prazo, o deslocamento delas de 3% para 4% parece já refletir tal mudança. Todavia, uma vez alterada e na ausência de política fiscal crível, o risco de nova desancoragem não é desprezível.

Mediana anual - IPCA



Assim, esperamos que o Copom ainda siga conservador na determinação da política monetária enquanto não houver definições dos temas acima mencionados. Ademais, os riscos baixistas para a atividade doméstica parecem ter sido mitigados à luz das informações mais recentes sobre o mercado de trabalho, mostrando crescimento do emprego acima do esperado em março e estabilização das sondagens de confiança referentes a abril. Na inflação, reconhecemos uma conjuntura relativamente benigna para grupos de preços de alimentos e bens industrializados, porém com serviços ainda pressionados. Logo, cortes da taxa Selic não devem vir antes do 3T23.

Juros e Inflação

Em abril, o destaque de performance na classe de renda fixa foi a parte longa da curva de juros nominais, que caiu ao redor de 40 bps, enquanto vértices mais curtos subiram. Movimento semelhante foi observado na curva de juros reais. Embora a inflação corrente venha desacelerando e as *commodities* em reais estejam cedendo, as expectativas de inflação apuradas no Focus permanecem desancoradas. Com isso, o presidente do Banco Central, Roberto Campos, tem mantido um tom mais *hawkish* nas falas, o que tem freado a tendência de queda dos juros futuros curto e intermediário. Somado a isso, as notícias têm sido marginalmente melhores do lado fiscal, o que tem contribuído para o alongamento de risco pelos agentes.

Atualmente, está apreçado um ciclo de corte da taxa Selic de aproximadamente 280 bps, iniciando em jun/23 e encerrando em set/24 em 10,90%. Em nossa visão, esse início dos cortes já em junho parece precoce, ainda mais porque a reunião do Conselho Monetário Nacional (CMN), que poderá trazer alguma mudança nas metas de inflação, ocorrerá após a reunião do Copom de jun/23. Até a reunião do CMN parece pouco provável que as expectativas do boletim Focus para prazos mais longos se alterem significativamente, o que deve manter o Copom em modo de espera. Vemos, porém, espaço para a precificação de um ciclo de cortes maior.

Tendo em vista a precificação atual e a nossa visão exposta acima, mantemos posição aplicada na parte longa da curva de juros nominais. Ao longo do mês, iniciamos posição aplicada em juros reais intermediários e um *flattening* na parte curta da curva, que se beneficia da visão de cortes de juros sendo postergados e, como consequência, o ciclo sendo maior.

Crédito Privado

O mercado secundário, que parecia mostrar uma certa estabilidade no início do mês, continuou trabalhando muito pressionado e com vários participantes buscando a venda de ativos. Consequentemente, ainda que em menor escala em relação aos últimos dois meses, os *spreads* de crédito seguiram no movimento de abertura. Os papéis estão sendo impactados desde o início do ano e os carregos estão ficando cada vez mais atrativos. No momento em que o movimento técnico estabilizar, as rentabilidades dos ativos de crédito devem voltar a atrair os investidores que buscam boas oportunidades.

O movimento de abertura dos *spreads* de crédito impactou negativamente a rentabilidade dos ativos de crédito privado em abril. Na amostra de 349 debêntures precificadas pela Anbima, verificamos uma abertura de aproximadamente 12 bps nos ativos indexados ao CDI+¹. A taxa média desses ativos é aproximadamente CDI + 2,59% a.a. e a *duration* média é de 2,39 anos. Neste levantamento, desconsideramos os ativos da LIGHT S.A., pelo movimento desproporcional em relação aos outros papéis

Os ativos em IPCA+¹ tiveram um retorno maior que o CDI, devido ao movimento de fechamento das taxas das NTN-Bs nos vértices de médio e longo prazo. No nosso acompanhamento de 348 ativos indexados ao IPCA+, observamos uma abertura média de 3 bps nos *spreads* de crédito. Em contrapartida, o fechamento da curva real de juros e o carregos da inflação no mês contribuíram para a performance positiva. A taxa média destes papéis está em aproximadamente IPCA + 7,63% ante IPCA + 7,67% no fechamento do mês anterior, e a *duration* média atual é próxima de 4,81 anos. Também desconsideramos os papéis da LIGHT S.A. neste acompanhamento.

Crédito Privado

Nosso portfólio permanece com boa diversificação de nomes em empresas *high grade*. Seguimos equilibrando os portfólios entre emissões bancárias e corporativas, priorizando setores defensivos com foco no topo da escala de *rating* e alocação em ativos de *duration* mais curta. Em estratégias com prazo de resgate mais longo, posicionamos a maior parte do portfólio em crédito corporativo, buscando alocar nas melhores empresas entre seus pares, além de alocar em papéis de *duration* mais longa.

Moedas

No mês de abril, o mercado de moedas operou com uma volatilidade menor do que o mês passado, dado que as turbulências do setor bancário começaram a se acalmar juntamente com as expectativas de que o Fed está perto de encerrar seu ciclo de altas. O índice DXY terminou o mês em queda, atingindo a mínima na metade do mês com os dados de inflação melhores que o esperado nos EUA. Das moedas do G10, as europeias foram as que performaram melhor contra o dólar, enquanto as moedas da Ásia/Oceania foram na contramão e tiveram um desempenho inferior à moeda norte-americana.

O euro voltou ao patamar de 1,10 depois de dados favoráveis de inflação, PMI e confiança aliados às falas agressivas dos dirigentes do BCE. A libra continuou a valorizar, à medida que os dados de inflação se mostraram acima do esperado e os ganhos salariais também surpreenderam pela forte alta, alimentando a expectativa de que o BoE ainda terá muito trabalho a fazer para controlar a inflação. Destaque para o iene, que desvalorizou 2,5% no mês frente ao dólar, depois que o novo governador do BoJ, Kazuo Ueda, defendeu a política monetária ultra-dovish, mesmo com as leituras de inflação atingindo as máximas desde 1981. A desvalorização da moeda foi intensificada depois da reunião do BoJ no fim do mês, em que o banco manteve sua política de juros inalterada.

Das moedas dos países cujos bancos centrais fizeram uma pausa no ciclo de alta de juros, vale mencionar o dólar canadense que, mesmo com a decisão surpresa da Opep de corte na produção, teve uma alta modesta sendo revertida no final do mês com a volta dos preços do petróleo e o aumento do *spread* de juros canadenses versus americanos. E o dólar australiano, que sentiu os efeitos de uma possível mudança no ciclo de juros, mais monetário do que o China por ora.

Moedas

Por último, continuamos a acreditar que o dólar continuará a perder força, à medida que os dados de desemprego da economia americana começarem a aumentar, e também acreditamos que o Fed não será capaz de estabilizar a economia sem um pouso forçado, assim como o BOE. Mantemos também posição em moedas com *carry* atrativo e moedas que se beneficiarão do crescimento chinês.

Renda Variável

Abril foi um mês de muita volatilidade para os ativos de renda variável. O Ibovespa encerrou em alta de 2,5% e acumula queda de 4,8% no ano. No cenário internacional, o início da temporada de resultados das empresas americanas tem surpreendido positivamente, especialmente as *big techs* e os grandes bancos. Apesar dos bons números dos principais bancos americanos, o estresse financeiro ainda segue sendo uma preocupação nos Estados Unidos, com o First Republic Bank tornando-se insolvente e sendo vendido para o JP Morgan no final de abril. No Brasil, dados melhores de IPCA puxaram a bolsa no início do mês, porém, preocupações relacionadas ao fim de isenções tributárias nas empresas listadas para aumentar a arrecadação federal, bem como incertezas do preço das *commodities* pressionaram os ativos locais. Vale se desvalorizou 9,83% no mês com o minério de ferro caindo mais de 16%. Por outro lado, a decisão da Opep de cortar a produção de petróleo ajudou as ações da Petrobras que subiram mais de 13% em abril.

Por natureza, o investimento em empresas de *commodities* oferece uma menor margem de segurança, dada a ciclicidade e imprevisibilidade de preços, além de ser uma indústria de capital intensivo. Para mitigar esses riscos, definimos 3 pilares importantes no processo de investimento: 1) procurar investir nos ativos com maiores vantagens competitivas, especialmente relacionado a custo; 2) empresas pouco alavancadas; e 3) o desconto do preço das ações precisa ser muito alto. Atualmente enxergamos boas oportunidades em empresas que se encaixam em todos os requisitos.



Conheça mais sobre a gente



Escaneie o QR Code



ou

Clique aqui

Aviso importante

Este material foi preparado pela BV Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. ("BV asset"). As informações aqui apresentadas têm como única intenção fornecer um panorama da situação atual do mercado, estando baseadas em dados de conhecimento público, não significando, portanto, quaisquer compromissos e/ou recomendações de negócios por parte da BV asset, seus acionistas e demais empresas coligadas. As informações contidas neste material são de caráter meramente informativo. Este conteúdo não deve ser reproduzido no todo ou em parte, redistribuído ou transmitido para qualquer outra pessoa sem o consentimento prévio da BV asset.

É recomendável que as decisões de investimento sejam tomadas com plena compreensão dos riscos envolvidos. Este material não deve ser considerado como recomendação de investimento nem deve servir como única base para tomada de decisão. A BV asset se exime de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização deste material, de seu conteúdo e da realização de operações com base neste material.

Leia a lâmina de informações essenciais, se houver, e o regulamento antes de investir. Estes documentos podem ser encontrados no site www.bancobv.com.br/web/site/pt/vam. Leia previamente as condições de cada produto antes de investir. Os investimentos apresentados podem não ser adequados aos seus objetivos, situação financeira ou necessidades individuais. O preenchimento do formulário QPI – Questionário de Perfil de Investidor ou *Suitability* é essencial para garantir a adequação do perfil do cliente ao produto de investimento escolhido.

A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Para avaliação da performance de fundo(s) de investimento(s), é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador, do gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou do Fundo Garantidor de Crédito (FGC). Os Fundos de Investimento apresentados neste material utilizam estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo dos Fundos de Investimento.

Dúvidas, sugestões e reclamações, entre em contato com o Serviço de Atendimento ao Cliente pelo telefone 0800 728 0083 ou pelo e-mail sac@bv.com.br. Pessoas com deficiência auditiva e de fala: 0800 701 8661. Se desejar entrar em contato com a Ouvidoria, ligue para 0800 707 0083 (pessoa com deficiência auditiva e de fala: 0800 701 8661).

RATING S&P¹:

AMP-1

Signatory of:



¹Publicado no site www.standardandpoors.com, em junho de 2022.