



SulAmérica

Investimentos

Abril 2023

Carta Mensal

Palavra do Gestor





Palavra do Gestor

O mês no mercado financeiro, por quem conhece o assunto

Destaques

Nos EUA, os mercados seguiram digerindo o noticiário associado ao setor bancário, cuja temperatura tem diminuído na margem e não tem corroborado risco de crise sistêmica.

Bolsa

O Ibovespa encerrou o mês com desvalorização de +2,50%. Os demais índices tiveram as seguintes variações: S&P 500 +1,46% (USD), Euro Stoxx +1,03% (EUR) e Nikkei +2,91% (JPY). Nas commodities, o petróleo tipo Brent fechou em US \$ 80,20 (+0,67% no mês) e o minério de ferro em US \$104,35 -16,59% no mês).

Os mercados performaram bem no mês de abril, a temporada de resultados no mercado americano iniciou com resultados melhores do que esperado e os números de inflação foram mais fracos, suportaram os mercados, apesar da sensação de que a recessão está mais próxima. Mesmo com corte na produção de petróleo da Opep, o Brent fechou o mês estável, sinalizando que as preocupações em relação ao crescimento global mais fraco estão no radar.

PIB chinês no 1º trimestre de 2023 cresceu 4,5%, surpreendendo o mercado que esperava 4%.

No Brasil, após 2 meses de queda na bolsa os dados de inflação abaixo da estimativa animaram os investidores. Ainda é cedo para afirmar que o Banco Central mudará o discurso e posicionamento em relação a expectativa para queda de juros, mas esses números de inflação devem ser positivos para contribuir na mudança do cenário. Dúvidas em relação ao novo arcabouço fiscal, recomposição das receitas, retirada de incentivos ou mesmo aumentar taxa de juros nas empresas vem contribuindo para aumento da volatilidade na bolsa.



Crédito

O mês de abril foi mais um mês de volatilidade para o mercado de crédito. Os resgates de fundos continuaram no mês, embora em um montante menor que o de fevereiro e o de março deste ano. Os spreads de crédito corporativo cederam na primeira quinzena do mês, mas voltaram a abrir na segunda quinzena, fechando em patamares acima dos de março. Em março o IDA-DI (Índice de debêntures da Anbima) fechou em CDI + 2,52%, em abril CDI + 2,61%, reflexo das vendas maiores para fazer frente aos resgates. Os spreads bancários ficaram mais estáveis, com aumentos pontuais em alguns papéis mais longos. Não vimos nenhum evento de crédito relevante no mês, sem qualquer inadimplência em nossas carteiras.

Com prêmios de risco mais elevados, acreditamos que o movimento de abertura esteja perto do fim, a depender do fluxo dos fundos na indústria. Alguns papéis estão sendo recomprados por companhias e passam a interessar algumas tesourarias, dado ao elevado spread. Assim, acreditamos que não seja o momento de sair de fundos de crédito, que estão com carregos bastante atrativos.

Renda Fixa

No mundo, manteve-se a preocupação com a estabilidade financeira e recessão, temas observados especialmente no petróleo – que cedeu no mesmo apesar de um corte de produção da OPEP – e na curva de juros americana – que precifica afrouxamento de política monetária ainda em 2023. Com esse pano de fundo, tivemos um mês de elevada volatilidade mas com os ativos internacionais encerrando próximos da estabilidade.

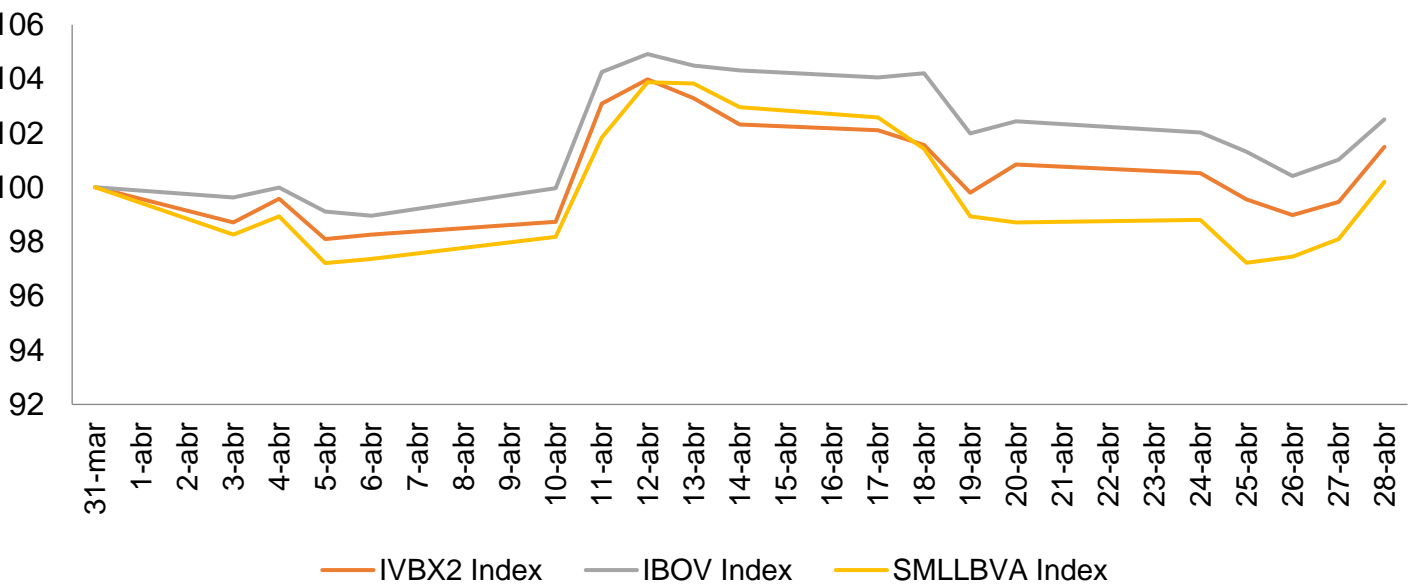
No Brasil, dados de atividade surpreendem positivamente e devem levar a revisões altistas para o PIB deste ano, enquanto na inflação, apesar de arrefecimento, núcleos e serviços ainda mostram-se pressionados, em patamar incompatível com a meta. E as primeiras impressões sobre o arcabouço fiscal levaram a uma redução nos prêmios de risco, especialmente na Renda Fixa mais longa, com a leitura de que o mesmo não é explosivo e com a busca por arrecadação para fechar a conta – o que impacta alguns setores da Bolsa. Apesar disso, como esperávamos, não observamos a reancoragem das expectativas de inflação e nem alteramos a expectativa de que os cortes de juros ainda estão distantes.

Adiante, na conjuntura internacional, apesar de enxergamos o risco de recessão, entendemos que os cortes de juros precificados pelo mercado estão exagerados e prematuros, já que a luta contra a inflação ainda tem batalhas pela frente. Essa leitura adiciona cautela ao cenário e tende a impactar negativamente os ativos de risco.

No Brasil, monitoraremos a busca por arrecadação para que o desenho do arcabouço fiscal fique de pé e, também, a tramitação no Congresso onde eventuais ajustes podem ser feitos, que serão bem-vindos se forem na direção de um enforcamento maior da regra. De todo modo, nosso ceticismo quanto a melhora na trajetória da dívida se mantém.

Atualmente não enxergamos grandes assimetrias na Renda Fixa e, portanto, priorizaremos atuações táticas e estratégias de valor relativo – que possui menor viés direcional e mira distorções ao longo da estrutura da curva de juros, como por exemplo em vértices de emissão do Tesouro, que ficam pressionados, como é o caso de jul/26 no momento.

Retornos Renda Variável



Cenário Macro

Economia Brasileira

Novo arcabouço fiscal: manual de uso

Em meados de abril a equipe econômica, cumprindo a determinação feita na Emenda Constitucional da Transição, enviou ao Congresso Nacional um Projeto de Lei Complementar (PLC) propondo um novo arcabouço fiscal. Com uma sinalização clara sobre a trajetória pretendida para despesas e de resultado primário, o novo arcabouço tem como objetivo dar previsibilidade aos agentes econômicos quanto a trajetória do endividamento público. Além disso, **fica clara a mensagem que o ajuste fiscal pretendido é pelo lado da receita.**

O primeiro pilar do novo arcabouço é uma regra de despesas cujo objetivo é limitar o seu crescimento em termos reais. Esta poderá crescer até 70% do crescimento real da receita, mas respeitando o patamar mínimo de 0.6% e máximo de 2.5%. Ou seja, caso a receita apresente queda em termos reais, as despesas crescerão 0.6%. Por outro lado, no cenário em que a receita cresce mais de 2.5%, a variação da despesa está limitada nesse patamar. Alguns detalhes esclarecidos pelo PLC são importantes. **O primeiro é que a receita a ser considerada no cálculo para determinar o percentual de aumento das despesas é a receita líquida de transferências a estados e municípios, excluindo concessões, dividendos e royalties.** Nesse ponto concentra-se o primeiro bloco de críticas ao novo arcabouço: fontes de receitas tradicionalmente consideradas como não recorrentes, como Refis e repatriação, não foram excluídas do cálculo. Assim, haveria espaço para que aumentos não sustentáveis de receita impliquem em abertura de espaço para expansão de despesas. Por outro lado, um ponto positivo foi que se estabeleceu que será considerada a receita de fato verificada.

O segundo pilar do novo arcabouço é o estabelecimento de um patamar mínimo para investimentos. Esse mínimo é estabelecido no momento de elaboração do Orçamento, mas não na execução do mesmo.

O terceiro pilar são as bandas de primário. O governo irá sinalizar a trajetória de resultado primário por ele pretendida para o ano seguinte, e os três anos subsequentes. Haverá bandas de tolerância - no caso atual de 0.25pp de PIB. Se o primário realizado for acima

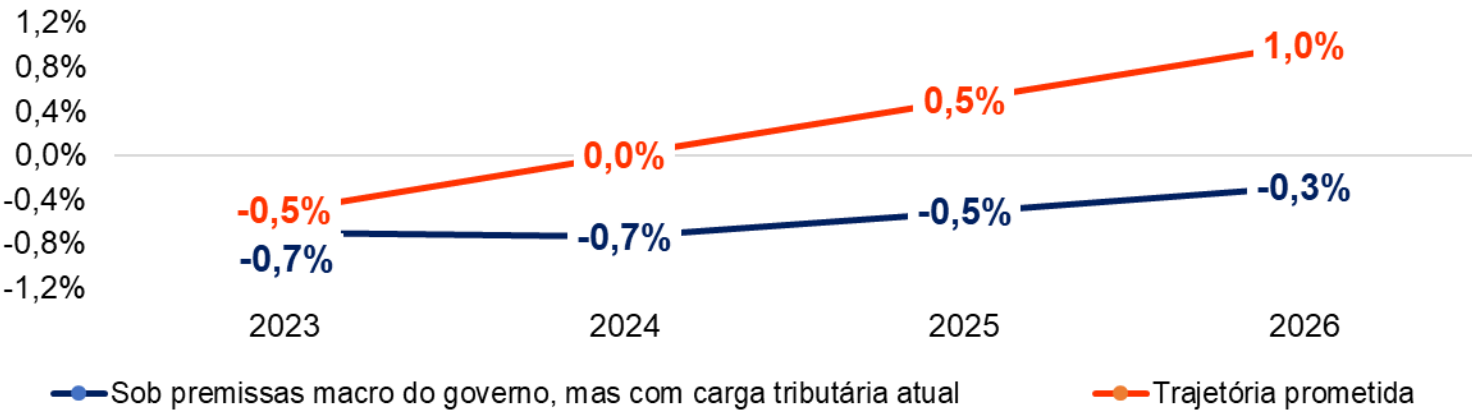
do limite superior da banda, excedente pode ser gasto em investimentos. Por outro lado, se for abaixo do limite inferior da banda, há "penalização", mas ela é limitada pelo limite inferior de 0.6%. A "penalização" é que o percentual de vinculação receita-despesa cai para 50%. Vale a ressalva, porém, que nossos cálculos mostram impacto pequeno dessa "penalização" em termos de ganho fiscais.

Vale a ressalva que o PLC surpreendeu negativamente os mercados pois estabelece uma discricionariedade relevante na condução da política fiscal. A trajetória de primário pretendida é sinalizada pelo governo federal a cada ano na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO). Na LDO de 2024 o governo Lula sinalizou a seguinte trajetória: 0% em 2024, 0.5% em 2025 e 1% em 2026.

Avaliamos que o arcabouço anunciado promove um ajuste lento, e resultaria, tudo o mais constante, em trajetórias de dívida explosivas. Sob as hipóteses macroeconômicas da SulAmérica Investimentos, seriam necessários 12 anos para zerar o resultado primário. Sob as hipóteses mais otimistas do governo, 5 anos. **Portanto, a mensagem principal é que a trajetória de primário anunciada pelo governo pressupõe aumento de carga tributária.** Nesse sentido, a equipe econômica tem sido transparente que pretende aumentar receitas buscando a correção do que classificam ser distorções tributárias.

Por fim, destacamos que o arcabouço tem o lado positivo de dar maior previsibilidade quanto a expansão de despesas pretendida pelo governo Lula. O empenho da equipe econômica em buscar aumento de receita também é notório. Assim, equilíbrios mais extremos – de abandono da âncora fiscal – perdem probabilidade. As dúvidas quanto a viabilidade do aumento da arrecadação implica em maior dificuldade de descompressão de prêmios de risco dos ativos brasileiros. **Avaliamos que o início de ciclo de corte da taxa de juros por parte do Banco Central do Brasil pode ser um evento relevante para catalisar essa descompressão de prêmio de risco.** Vale a ressalva, porém, que é fundamental que esses cortes sejam entendidos como apropriados – ou seja, sejam feitos quando houver confiança que a inflação está em trajetória compatível com a trajetória de metas. Caso contrário, tendem a ser contraproducentes.

Resultado Primário do Setor Público



Cenário Macro

Economia Internacional

Crescimento maior na China no 1º trimestre, mas ainda sinais de falta de demanda e, em especial, investimento.

A economia chinesa mostrou crescimento considerável no 1º trimestre. Com o fim da política de tolerância zero à Covid-19, no final de 2022, houve um impulso forte para a expansão do setor de serviços, com famílias voltando a poder consumir o que estavam impossibilitadas durante boa parte do ano anterior. Também houve sinais de estabilização no mercado imobiliário. No entanto, ainda restam muitos problemas na economia chinesa, que ainda mostra sinais de falta de demanda.

O PIB do 1º trimestre na China teve crescimento de 4,5% A/A, maior do que era esperado pelos economistas (mediana de 4% A/A). Na margem o crescimento acelerou de 0,6% T/T no 4º trimestre, quando ainda havia restrições da política de tolerância zero à Covid-19, para 2,2% T/T no 1º trimestre de 2023. O setor de serviços foi o destaque de crescimento, ao passar de 2,3% A/A no 4º trimestre para 5,4% A/A no 1º trimestre. Os outros setores tiveram diminuição da taxa de expansão na mesma comparação (agropecuária de 4,0% para 3,7% e indústria de 3,4% para 3,3%). A melhora do setor de serviços pode ser vista também em outros indicadores, como índices de gerentes de compras (PMIs) de serviços e vendas no varejo, que subiram bem mais que os PMIs de indústria e produção industrial.

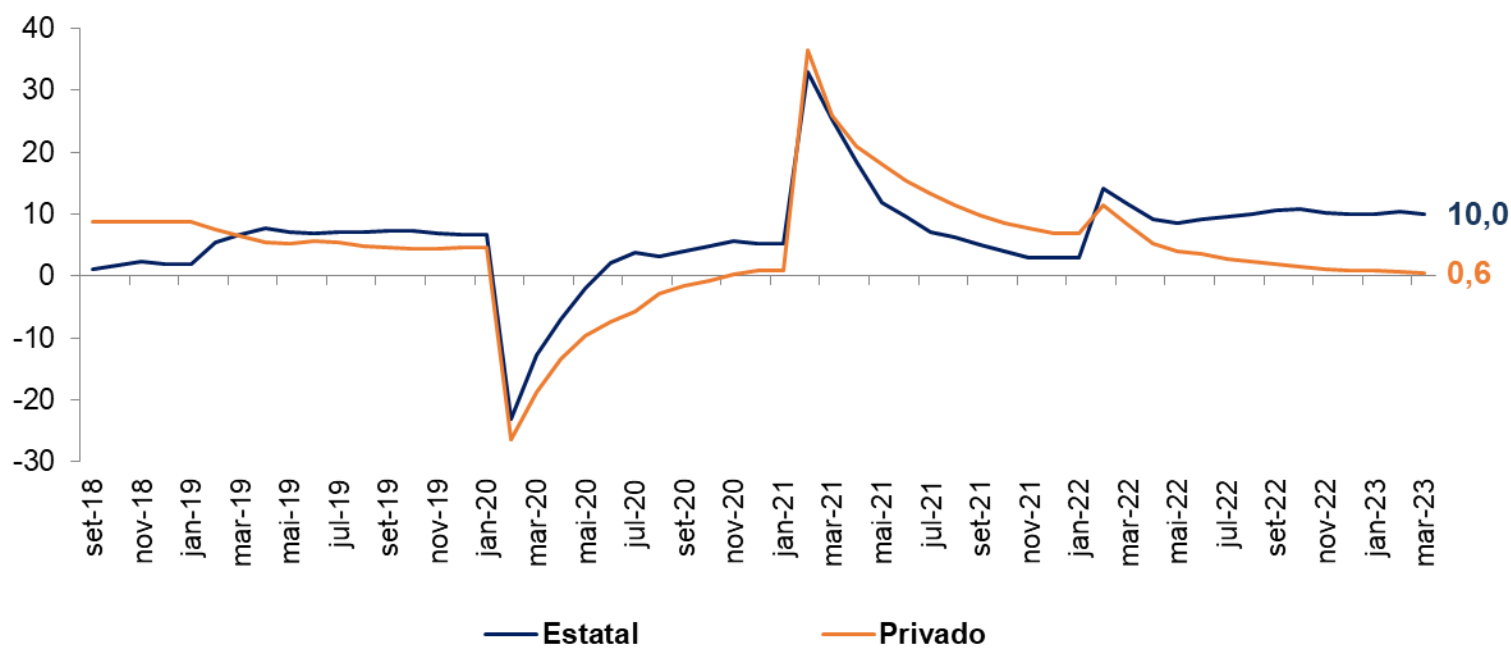
No entanto, apesar da melhora na atividade no começo de 2023, ainda restam muitos desafios

para a economia chinesa. O crescimento visto no começo do ano veio da reabertura da economia e da demanda reprimida durante longo período de restrição de mobilidade, além de estímulos feitos pelo Estado. Fora isso, outras fontes de crescimento ainda estão com variação modesta. Os investimentos fixos urbanos mostram isso. O crescimento no 1º trimestre de 2023 desses investimentos ficou em 5,1% contra o mesmo período do ano anterior, mas isso foi fruto do aumento de 10% no investimento estatal, contra 0,6% do investimento privado. O investimento privado no começo de 2023 teve crescimento menor do que o visto em 2022 (0,9%). Isso ainda mostra falta de confiança dos empresários na economia.

Outro sinal de falta de demanda é a inflação. A inflação ao consumidor excluindo alimentos ficou em 0,3% A/A em março de 2023, uma diminuição considerável em relação ao nível visto no final de 2022 (1,2% A/A). A inflação ao produtor está em níveis deflacionários, de -2,5% A/A em março de 2023, após ter terminado 2022 em -0,7% A/A. Isso destoa bastante da experiência vista em outros países após o fim de restrições de mobilidade, em parte porque não houve estímulo de demanda direcionado às famílias, apenas no investimento público, como visto acima.

A expectativa da SulAmérica Investimentos para o crescimento do PIB chinês é de 5,8%, mas em boa parte pelo alto nível visto no 1º trimestre. Na margem, é esperada desaceleração nos outros trimestres do ano, para 1,1% T/T em média, número próximos dos vistos em 2019.

China: Investimentos Fixos Urbanos (YTD %)



Comportamento do mercado

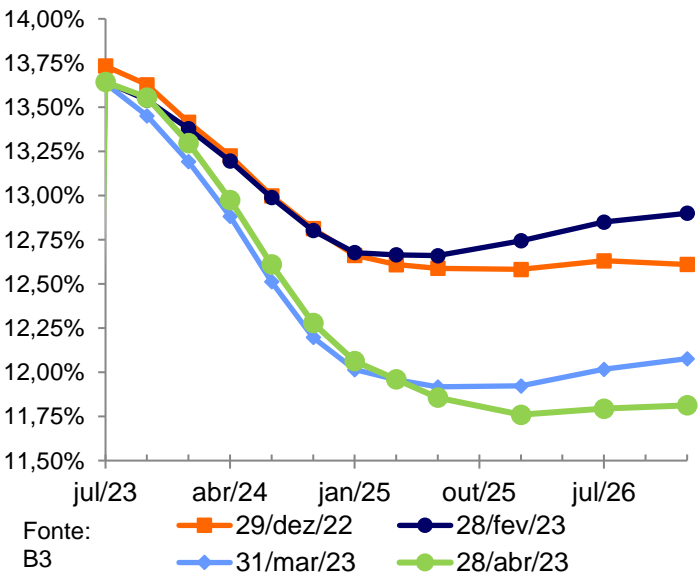
Nos EUA, os mercados seguiram digerindo o noticiário associado ao setor bancário, cuja temperatura tem diminuído na margem e não tem corroborado risco de crise sistêmica. Os juros futuros seguiram recuando ao longo do mês de abril e o S&P registrou ganhos da ordem de 1,5%, mas o dólar se desvalorizou frente a outras moedas. A inflação ao consumidor teve variação de 0,1% M/M em março, inferior ao dado anterior e consistente com alta de 5,0% na comparação interanual. O núcleo, por outro lado, acelerou marginalmente, de 5,5% A/A para 5,6% A/A. O núcleo da inflação medida pelo PCE permaneceu estável em 4,6% A/A em março, acima da meta de 2% perseguida pelo Fed. No front da atividade, os dados apresentaram sinais mistos. o PIB do 1º trimestre frustrou a expectativa mediana de mercado ao mostrar expansão de 1,1% T/T anualizado, abaixo do esperado (1,9%), bem como os índices dos Feds regionais, que pioraram na margem. Por outro lado, os PMIs referentes a abril melhoraram, em especial para o setor de serviços.

Na Zona do Euro, o receio dos mercados com uma extensão adicional do estresse bancário diminuiu na medida em que o foco retornou para a persistência da dinâmica inflacionária, o que mantém o ECB na direção de continuidade do ciclo de aperto de juros. O núcleo da inflação ao consumidor tem se mantido em patamares historicamente elevados (5,7% A/A) e incompatíveis com o regime de metas, sem apresentar sinais de desaceleração dos preços de serviços, que seguem subindo na esteira dos aumentos salariais. Os dados de atividade também têm apresentado surpresas positivas na margem, tanto nos dados quantitativos quanto nas leituras qualitativas. Assim, o cenário-base da SulAmérica Investimentos é de mais duas altas de juros de 25 pb, levando as taxas de depósitos ao patamar de 3,75% ao final de 2023.

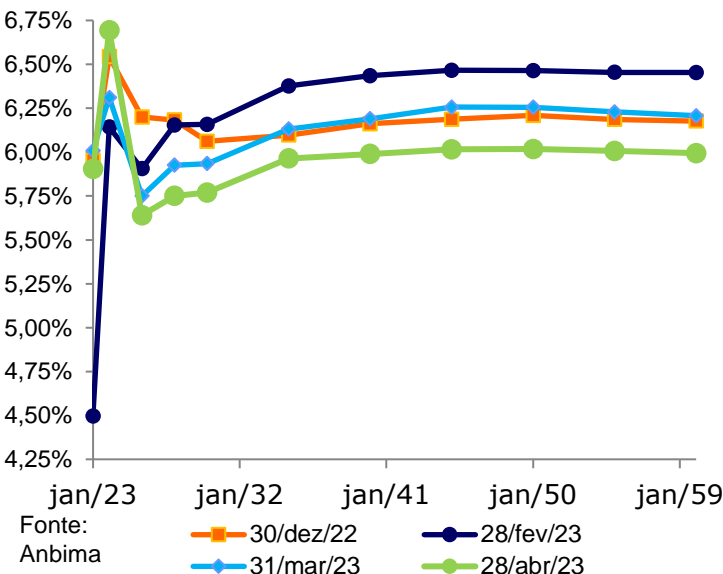
Na China, com surpresas baixistas de inflação em fevereiro e ausência de pressões no panorama inflacionário, o foco permanece sobre a recuperação da atividade no pós-reabertura e a calibragem dos estímulos para o crescimento de 2023. A bateria de dados de atividade divulgada neste mês mostrou crescimento do PIB do 1º trimestre superior ao esperado (4,5% T/T ante 4,0% T/T), que contou com importante contribuição do setor de serviços, e surpresa altista das vendas no varejo, que subiram 10,6% na comparação interanual. Por outro lado, o setor industrial ainda tem deslizado, bem como o investimento privado. Assim, o foco maior das autoridades deve ser sobre políticas market friendly e estímulos fiscais e monetários mais calibrados, a exemplo de novos cortes de reservas compulsórias bancárias.

No Brasil, a performance dos ativos domésticos permaneceu associada às incertezas macroeconômicas globais e a uma percepção mais construtiva dos mercados quanto ao novo arcabouço fiscal, refletindo em continuidade do movimento de fechamento de juros, em especial em vértices mais longos, apreciação cambial e ganhos em bolsa local. Com dados recentes de inflação corroborando a leitura de desinflação e dados de atividade mostrando resiliência em meio ao atual ciclo de aperto monetário, o que deve levar a revisões altistas para o crescimento em 2023, os investidores reagiram de maneira relativamente positiva à apresentação da nova regra fiscal. A despeito das ressalvas quanto à credibilidade e à viabilidade do texto, no todo, a percepção de que a existência de uma regra per se elimina riscos de cauda de uma deterioração mais acentuada do endividamento público ajudou a produzir relativo otimismo no mercado de juros.

Curva de Juros Nominais



Curva de Juros Reais



Índices de mercado

Variação	Abril	Ano	Variação	Abril	Ano
CDI	0,92%	4,20%	IGP-M	-0,95%	-0,75%
IBOV	2,50%	-4,83%	IPCA-15	0,57%	2,59%
IBX-50	1,64%	-6,25%	IRF-M	1,10%	5,03%
IBX-100	1,93%	-5,48%	IMA-B 5	0,90%	5,33%
US\$	-1,57%	-4,16%	IMA-B	2,02%	6,08%

Economia Brasileira
Projeções

		2018	2019	2020	2021	2022	2023(p)
PIB - crescimento real	Var %	1,8	1,4	-3,3	4,6	2,9	0,3
IPCA	% ao ano	3,8	4,3	4,5	10,1	5,8	5,9
Meta IPCA	% ao ano	4,5	4,3	4,0	3,8	3,5	3,25
IGP-M	% ao ano	7,6	7,3	23,1	17,8	5,4	4,0
Juro Selic - média ano	% ao ano	6,6	6,0	2,8	4,8	12,5	13,5
Juro Selic - dezembro	% ao ano	6,50	4,50	2,00	9,25	13,75	12,25
Tx Câmbio - média ano	R\$/US\$	3,65	3,95	5,16	5,39	5,16	5,31
Tx Câmbio - dezembro	R\$/US\$	3,88	4,11	5,15	5,65	5,28	5,34
Risco País (CDS)	bps	208	99	143	205	254	300
Resultado Fiscal Primário	% do PIB	-1,5	-0,8	-9,5	0,7	1,3	-1,0
Dívida Líquida	% do PIB	52,8	54,6	63,0	57,3	57,5	60,6
Dívida Bruta	% do PIB	75,3	74,3	89,2	80,3	73,5	78,0

(p) projeções

Disclaimer

Taxa de administração: é apropriada diariamente sendo paga mensalmente até o 10º dia útil do mês subsequente ao vencido. Taxa de Performance: O valor devido como taxa de performance será pago semestralmente, por períodos vencidos, ou no resgate de cotas, o que ocorrer primeiro. Este documento foi produzido pela SulAmérica Investimentos, com fins meramente informativos não se caracterizando como oferta ou solicitação de investimento ou desinvestimento de ativos; Apesar do cuidado utilizado tanto na obtenção quanto no manuseio das informações apresentadas, a SulAmérica Investimentos 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 inclusive ser modificada sem comunicação; RENTABILIDADE PASSADA NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDA DE 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 DO FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO FGC. DESCRIÇÃO DO TIPO ANBIMA DISPONÍVEL NO FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES. LEIA A LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS, O FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES E O REGULAMENTO ANTES DE INVESTIR. Para avaliação da performance de um fundo de investimento, é recomendável a análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. ESTE FUNDO UTILIZA ESTRATÉGIAS QUE PODEM RESULTAR EM SIGNIFICATIVAS PERDAS PATRIMONIAIS PARA SEUS COTISTAS, PODENDO INCLUSIVE ACARRETAR PERDAS SUPERIORES AO CAPITAL APLICADO E A CONSEQÜENTE OBRIGAÇÃO DO COTISTA DE APORTAR RECURSOS ADICIONAIS, PARA COBRIR O PREJUÍZO DO FUNDO. Não há garantia de que o fundo terá tratamento tributário para fundos de Longo Prazo. MANTENHA SEMPRE SEUS DADOS CADASTRAIS ATUALIZADOS. A ATUALIZAÇÃO CADASTRAL É FUNDAMENTAL PARA UMA COMUNICAÇÃO MAIS EFICIENTE, SEGURA E CONTÍNUA. EM CASO DE DÚVIDAS, LIGUE PARA NOSSA CENTRAL DE RELACIONAMENTO PELO NÚMERO 0800 0178700 OU ENVIE E-MAIL PARA investimentos@sulamerica.com.br. Ouvidoria: 0800 725 3374. SAC I Reclamações, Cancelamentos e Informações Institucionais: 0800-722-0504.

Para mais informações, acesse: www.sulamericainvestimentos.com.br

