



Carta do Gestor

Maio de 2023



BV asset

Carta aos Cotistas

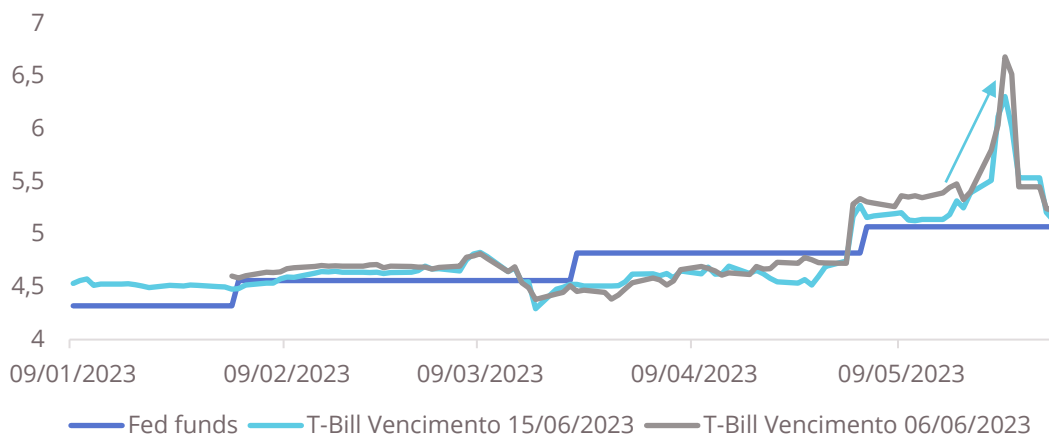
O Cenário Macroeconômico – Maio 2023

A temática no ambiente internacional, em maio, ficou centrada nas negociações sobre o aumento do limite de endividamento dos EUA. Em paralelo, com alguns bancos centrais ainda dependentes dos dados econômicos para a determinação dos próximos passos das respectivas políticas monetárias, a evolução deles também levou a ajustes nas expectativas.

O desfecho favorável entre os Republicanos e Democratas para a retomada das emissões do Tesouro dos EUA afastou a possibilidade de um eventual default técnico dos títulos conceitualmente considerados livre de risco. Não fora a primeira vez que um impasse político quase levou a tal cenário extremo, como em 2011 e 2013, quando, no 1º caso, a agência de risco S&P chegou a rebaixar a classificação triplo A para AA-.

Numa derivada do “*chicken game*”, traduzido como o “jogo dos covardes”, no qual quem ceder antecipadamente perde a disputa, os participantes Democratas, pelo lado da Casa Branca, tentam resistir ao máximo às demandas fiscalistas dos congressistas Republicanos, atualmente detentores do controle da Câmara dos Representantes. Apesar de grande o incentivo de ambos em chegarem a um acordo para não serem responsabilizados pelas consequências derivadas de um eventual fracasso das negociações, há sempre o risco de um acidente de percurso. No caso, em que pesem algumas resistências, houve a extensão até o final de 2024, após as eleições presidenciais, com introdução de limites para despesas discricionárias, os quais devem gerar impactos apenas marginais na atividade econômica mais à frente.

Os ativos mais sensíveis ao tema foram os T-Bills com vencimentos próximos à “data-X” do dia 1º de junho, anunciada anteriormente pela Secretária do Tesouro, Yellen, e depois reestimada para o dia 5 do mesmo mês, quando, em tese, não disponibilizaria mais de caixa para pagá-los.

Fed funds & T-Bills com vencimentos 06/06 e 15/06

Em termos agregados, os ativos de risco, como a renda variável, por exemplo, refletiram aquelas preocupações apenas de forma moderada, prevalecendo a percepção de que, no final, uma solução razoável seria encontrada. Apenas períodos de breves correções, o índice acionário S&P 500 fechou o mês em alta de +1%, embora a composição das grandes empresas de tecnologia tenha contribuído para tal performance.

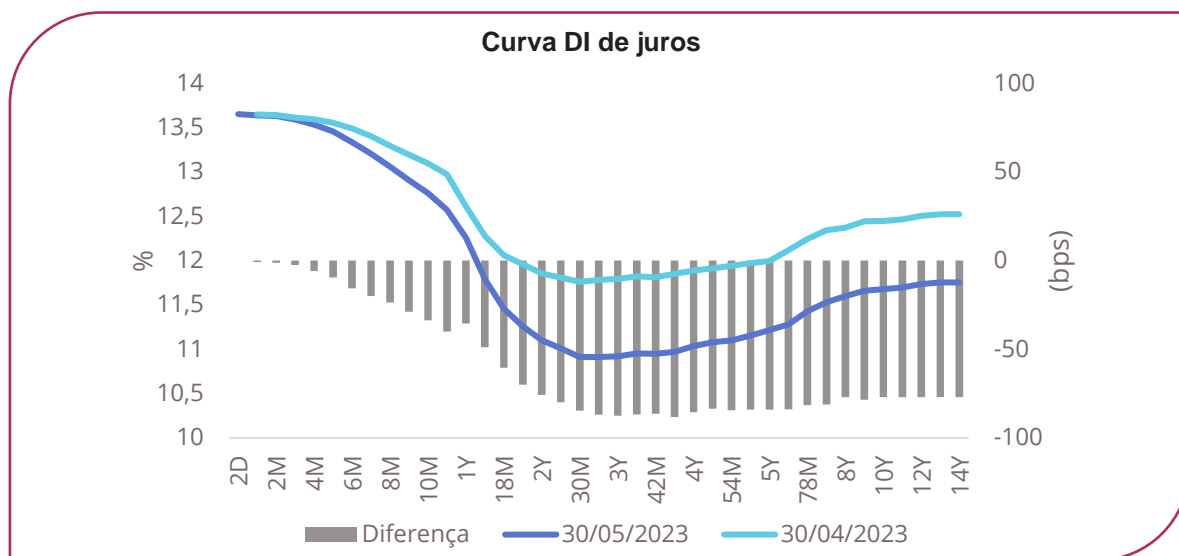
Outro destaque no período ficou por conta da abertura das taxas de juros. Embora as incertezas fiscais anteriormente mencionadas impusessem viés baixista para elas, seja pela busca por ativos de qualidade ou uma atividade econômica potencialmente mais fraca devido às condições financeiras mais restritas, o que se viu foi o contrário. A resiliência do mercado de trabalho e a inflação em processo de convergência para as metas em velocidade aquém do esperado pelas autoridades monetárias suplantaram aqueles fatores.

De fato, diversos dirigentes do Fed imprimiram recados mais duros e sinalizaram até mesmo a possibilidade de seguir no processo de alta de juros. Com os impactos da liquidação dos bancos regionais, por ora, apenas limitados na economia, eles parecem querer priorizar o combate à persistência inflacionária, ao mesmo tempo mantendo as expectativas de inflação para o médio prazo ancoradas.

Desta forma, vemos como cenário mais provável ainda ajustes marginais das taxas de juros pelo Fed em junho, assim como o Banco Central Europeu também deve seguir neste sentido.

No Brasil, o destaque ficou por conta do avanço do projeto sobre o novo arcabouço fiscal no Congresso. Já aprovado na Câmara, ele seguirá ao Senado, e todas as indicações são que não enfrentará resistências que alterem o teor.

O afastamento do risco de descontrole da dívida pública, no caso da entrega a contento dos parâmetros estipulados, ajudou a reduzir o prêmio de risco de ativos brasileiros, notadamente da curva doméstica de juros. As taxas dos contratos mais longos (>1,5 ano) caíram entre -60 bps e mais de -80 bps no mês.



Ademais, vimos como bastante construtiva, ainda a ser confirmada pela reunião do Conselho Monetário Internacional no final de junho, a discussão sobre o aperfeiçoamento do regime de metas, mais no sentido de ajustar a convergência para elas, eventualmente ajustando a banda, porém, principalmente, sem a alteração do valor central de 3%.

Acreditamos que a confirmação desse cenário possa ser bastante auspiciosa para o processo de ancoragem das expectativas de médio prazo, a qual é fundamental para o início do ciclo de flexibilização monetária.

Para a próxima reunião do Copom, no dia 21 de junho, esperamos que a evolução mais favorável tanto das regras fiscais como da conjuntura para o cenário inflacionário seja reconhecida pela autoridade monetária. Neste sentido, embora não esperemos nenhum movimento da taxa Selic, o comitê deve excluir o trecho de que não hesitará em retomar o ciclo de ajuste caso o processo de desinflação não transcorra como esperado.

Juros e Inflação

Em maio, vimos uma queda expressiva das taxas de juros futuros locais, indo na contramão do que ocorreu com as *treasuries* americanas. Além do avanço do projeto sobre o novo arcabouço fiscal no Congresso e do afastamento do risco de cauda do lado fiscal no Brasil, tivemos dados de inflação encorajadores e queda acentuada nos preços das principais *commodities*. O contrato de DI futuro com vencimento em jan/26 cedeu 89 bps, enquanto o com vencimento em jan/29 cedeu 87 bps. As taxas das NTN-Bs curtas subiram, o que levou a uma queda acentuada das inflações implícitas na ordem de 100 bps. O restante da curva de NTN-B seguiu o movimento dos juros nominais, mas de maneira menos intensa.

No horizonte da política monetária também houve movimentação relevante no que se refere às expectativas da taxa Selic. Atualmente, está apreçado um ciclo de corte da Selic de aproximadamente 400 bps (há 1 mês eram 280 bps), iniciando em ago/23 e encerrando em set/24 em 9,70% (10,90% no mês anterior). O mercado já embute boas perspectivas de manutenção da meta de inflação pelo CMN na próxima reunião de junho, e, com ela, um potencial alívio das expectativas de inflação mensuradas pelo Focus. Se esse cenário se confirmar e a inflação corrente continuar em trajetória descendente, é provável que os agentes façam revisões baixistas em suas expectativas para taxa terminal na Selic, na direção do que o mercado vem caminhando.

Ao longo do mês, encerramos com lucro a posição de *flattening* na parte curta da curva e mantivemos posição aplicada na parte longa e comprada em NTN-Bs intermediárias. Por ora, vemos um mercado lateralizado, mas a possível manutenção da meta de inflação pelo CMN pode ser um *trigger* baixista para as taxas, ainda que esse movimento já tenha sido parcialmente antecipado.

Crédito Privado

Podemos separar o mês de maio em dois momentos distintos, sendo que as primeiras semanas apresentaram ambiente mais negativo, ainda com razoável fluxo de resgate nos fundos e os *spreads* de crédito instáveis com viés de alta no mercado secundário. Em um segundo momento, a partir da metade do mês, o mercado se mostrou mais estável, com um fluxo menos relevante de resgates nos fundos de crédito e os *spreads* fechando para níveis menores que no início do mês. O mercado primário continua aquecendo com um número maior de operações sendo apresentadas, e o mês termina com bons indícios de que o mercado está se restabelecendo. Quando olhamos para os fundamentos das companhias, considerando os resultados do 1T23 de maneira geral, enxergamos estabilidade no nível de alavancagem dos emissores, o que sinaliza que o nível ainda elevado dos *spreads* dos títulos corporativos pode sinalizar oportunidades para frente.

O movimento de fechamento dos *spreads* de crédito impactou positivamente a rentabilidade dos ativos de crédito privado em maio. Na amostra de 349 debêntures precificadas pela Anbima, verificamos um fechamento de aproximadamente 4 bps nos ativos indexados ao CDI+¹. A taxa média desses ativos é aproximadamente CDI+ 2,53% a.a. e a *duration* média é de 2,43 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. Em nosso acompanhamento de 345 ativos indexados ao IPCA+, observamos um fechamento médio de 23 bps nos *spreads* de crédito. Este movimento, somado ao fechamento da curva real de juros e ao carregio da inflação no mês, contribuiu para performance positiva. A taxa média destes papéis está em aproximadamente IPCA + 7,35% ante IPCA + 7,68% no fechamento do mês anterior, e a *duration* média atual é próxima de 4,80 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 maio, o dólar se valorizou contra as moedas do G10, com destaque positivo para o dólar canadense, que foi a moeda que menos desvalorizou contra o dólar; destaque para o euro, que ficou entre as moedas de pior performance, e o índice DXY encerrou o mês com uma alta de quase 3%. Até a primeira metade do mês, as moedas ficaram bastante voláteis dado o impasse do teto da dívida nos EUA, como comentado no cenário macro, e um possível fim de ciclo de aperto pelo Fed. A narrativa na segunda metade do mês foi diferente, com comentários mais *hawks* dos dirigentes do Fed e dados econômicos da economia americana que foram mais resilientes.

O euro caiu 3%, maior queda mensal desde abril de 2022, mesmo com os dirigentes do BCE sendo mais agressivos no discurso contra a inflação. Alguns dados econômicos também pesaram na moeda, como o PMI de manufatura, que continuou em nível de contração e abaixo do mês anterior, a revisão final do PIB alemão do primeiro trimestre de 2023, que mostrou um crescimento negativo de -0,3%, e a inflação da França e Alemanha, que veio abaixo das expectativas.

O iene, uma das piores performances no ano contra o dólar, teve um mês difícil com a divulgação dos dados de inflação nos EUA mais fortes, em conjunto com a questão do teto da dívida americana, levando a moeda a sair de um patamar de 137 pra perto de 140. O vice-governador do Ministério das Finanças do Japão, Masato Kanda, disse que é importante que os mercados de câmbio reflitam os fundamentos e se movam de maneira estável e que movimentos excessivos na moeda não são desejáveis, e indicou também que tomará as medidas necessárias caso precise, o que levou o mercado a interpretar como uma intervenção verbal no câmbio.

Moedas

Destaque para o dólar australiano e para o dólar neozelândes, onde seus respectivos bancos centrais surpreenderam os mercados nas suas decisões de juros. O RBA voltou a subir 25 pts depois de ter deixado inalterada a taxa na reunião anterior, a decisão surpreendeu o mercado e levou à valorização do AUD, que apagou todos os ganhos na segunda metade do mês com os dados decepcionantes da China. O dólar neozelândes caiu mais de 2% depois que o RBNZ entregou um aumento de taxas e sinalizou uma pausa no ciclo de apertos, o que foi suficiente para a moeda desvalorizar contra o dólar, o tom *dovish* do comunicado surpreendeu o mercado.

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 pares relativos.

Renda Variável

Maio foi um mês positivo para a renda variável no Brasil, com o Ibovespa subindo 3,74% e o SMLL em alta de 13,54%. O avanço do arcabouço fiscal no Congresso, com a sinalização de que eventuais alterações no seu teor serão barradas, afastou o risco de descontrole da dívida pública. Além disso, indicadores melhores de inflação corroboraram a percepção de melhora no cenário doméstico, ajudando a reduzir o prêmio de risco de ativos brasileiros.

Por outro lado, indicadores mais fracos de atividades na China seguem pressionando o preço do minério de ferro, que caiu 3% no mês e, por consequência, pesando na performance da Vale, que teve desvalorização de mais de 10% em maio.

A melhora da percepção de risco no Brasil e a expectativa de que o início do processo de corte de juros está se aproximando foram determinantes para a forte valorização em alguns ativos ligados à economia doméstica, especialmente no setor de varejo, saúde e construção civil. O que vimos ao longo do mês foi um movimento robusto de investidores locais aumentando sua exposição em Bolsa. Hoje, a bolsa brasileira negocia a um nível de *valuation* olhando relação P/L projetada de 12 meses na faixa de 6,9x contra uma média histórica de 10,9x. Excluindo Petrobras e Vale, a Bovespa está com P/L de 9,4x contra 12,4x de média, próximo das mínimas, olhando uma janela de 20 anos.

Ao longo do mês optamos por reduzir nossa exposição no setor de *commodities*, aumentando nossos investimentos em empresas ligadas à dinâmica doméstica, principalmente no setor de saúde e consumo.



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 Créditos (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.