



Carta do Gestor

Julho de 2023



BV asset

Carta aos Cotistas

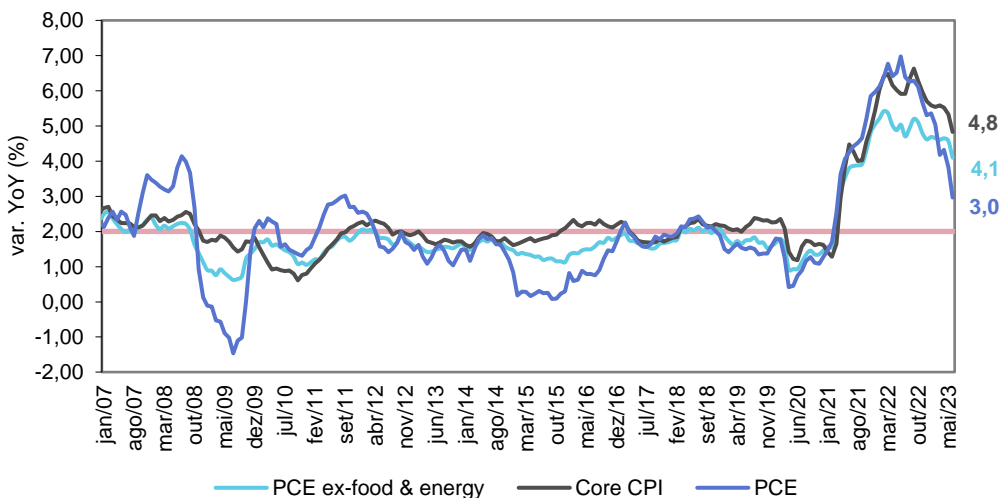
O Cenário Macroeconômico – Julho 2023

Como antecipado pelos principais bancos centrais, os ciclos de elevação de juros seguiram ou foram retomados na nova rodada de reuniões de política monetária realizadas em julho.

No final do mês, mais especificamente no dia 26, o Fomc voltou a elevar o *fed funds* em 25 bps para o intervalo de 5,25%-5,50% após pausa na reunião anterior, em junho, precedida de 10 altas consecutivas de um ajuste acumulado até então de +500 bps. O comunicado da decisão ainda manteve aberta a possibilidade de novos ajustes, caso sejam necessários, mensagem reforçada pelo próprio presidente da instituição, Powell, em entrevista que se seguiu à reunião.

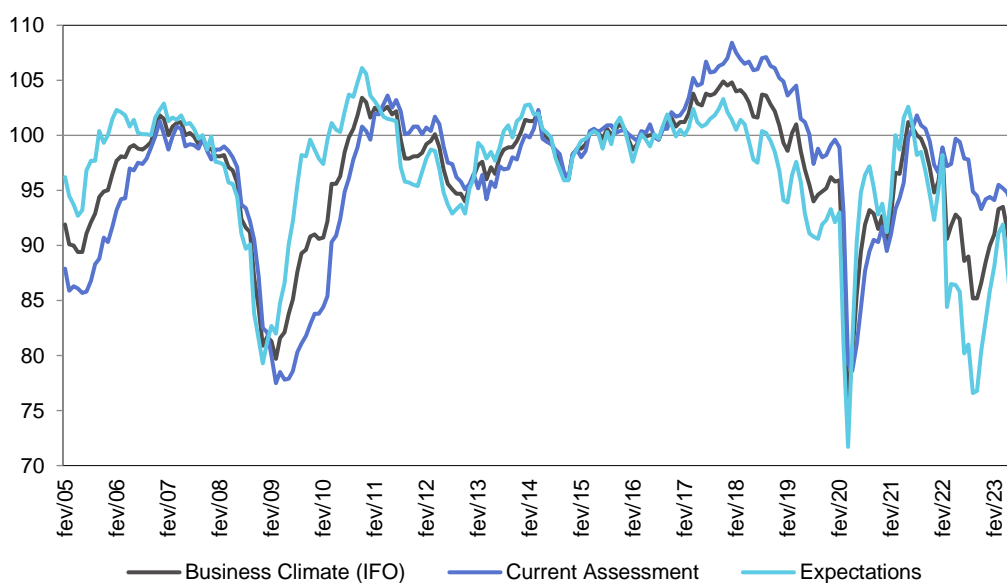
Em que pese a leitura mais recente da inflação ao consumidor nos EUA, referente a junho, ter trazido sinais auspiciosos de moderação de itens de serviços, portanto mais ligados à dinâmica doméstica, uma eventual flexibilização da sinalização prospectiva poder-se-ia mostrar prematura, retardando a convergência da inflação para a meta. Com a atividade econômica ainda resiliente, em especial o mercado de trabalho que, por ora, apresenta sinais apenas incipientes de moderação, e as condições financeiras ainda afrouxadas, o Fed optou, portanto, pela linha mais conservadora, o que, para nós, reforça os riscos baixistas para o crescimento mais à frente.

EUA – Inflação ao consumidor
PCE e núcleos do PCE e CPI (a/a%)



Acreditamos que a recessão nos EUA seja mais uma questão de quando, duração e intensidade. Historicamente, a inversão da curva de juros sugere que, a partir do 4T23, já poderíamos observar sinais mais consistentes da defasagem da política monetária restritiva na atividade econômica. Reconhecemos, todavia, que o ciclo atual, talvez ainda influenciado pela política fiscal ultraestimulativa implementada durante a pandemia, a qual, entre outros efeitos, elevou em demasia a poupança das famílias estadunidenses, possa se estender por mais alguns trimestres, mas que o ajuste ainda assim ocorrerá. Já com relação ao tamanho do mesmo, há no atual ciclo características tradicionais, como a possibilidade de uma política anticíclica, pelo menos no campo monetário, diferentemente da crise de balanços como a de 2008/09.

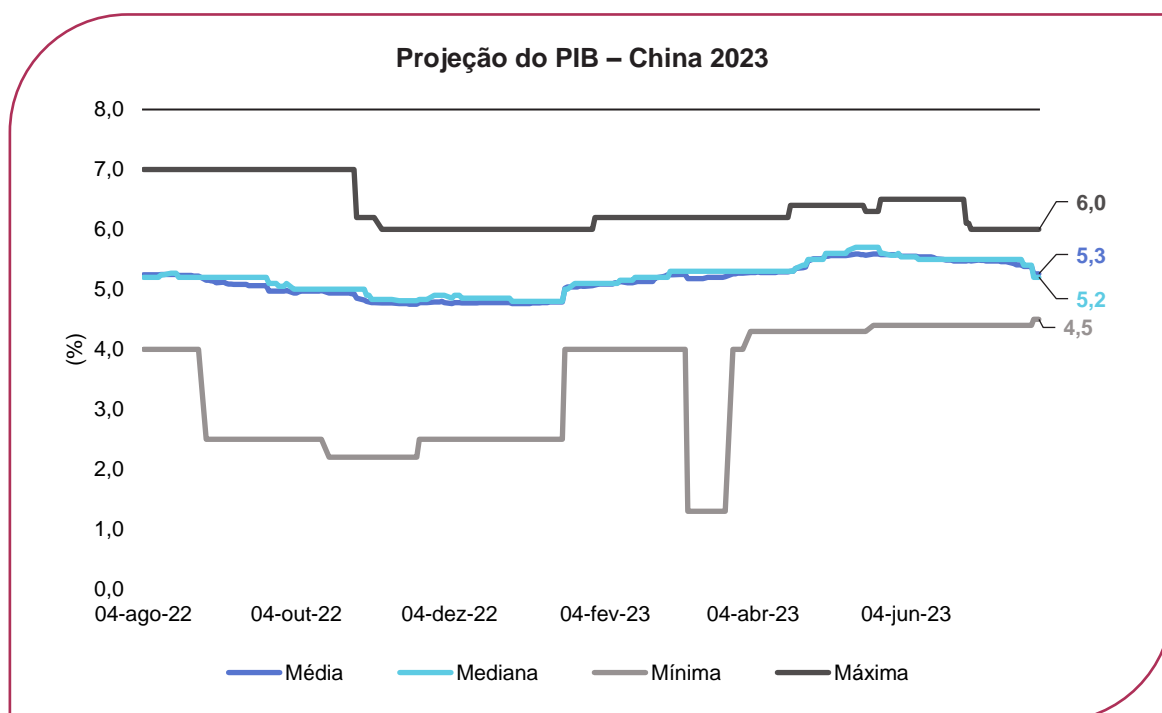
Do outro lado do Atlântico, o Banco Central Europeu, ou ECB no acrônimo em inglês, também entregou mais uma alta de +25 bps, levando a taxa de depósitos para 3,75%, movimento amplamente telegrafado. O destaque ficou para a sinalização dos próximos passos dada pela presidente Lagarde, que manteve aberta a possibilidade de nova elevação dos juros em setembro. Com as recentes surpresas baixistas de indicadores econômicos, como as prévias dos PMIs dos países da região e a pesquisa Ifo do empresariado alemão de julho, e certa moderação da inflação ao consumidor por lá, cresceu a possibilidade de uma pausa na próxima reunião, embora ainda atribuamos menor probabilidade.

Alemanha – Pesquisa Ifo

Na outra direção, em comunicado publicado no dia 25, o Politburo chinês sinalizou a possibilidade de estímulos para compensar o desapontamento da atividade econômica recente no país. Nele, houve o reconhecimento de que a economia enfrenta novos desafios e dificuldades, com algumas empresas deparando-se com restrições operacionais, diante de múltiplos riscos em áreas importantes e em um ambiente externo desafiador. Neste sentido, prescreveram-se o aprofundamento das reformas e o aumento da intensidade do suporte das políticas macroeconômicas.

Assim, esperamos ações tanto pelo PBoC (Banco Central chinês), com novos cortes das taxas de compulsório e taxa de empréstimo de médio prazo, quanto do lado fiscal, com a permissão e antecipação de emissões de títulos especiais pelos governos locais ao longo do 2S23. Todavia, o objetivo conjunto de desalavancar o alto endividamento de entes regionais pode restringir o uso abrangente desses instrumentos. Por fim, ao substituir a sentença de que “imóveis são para moradia e não especulação” pela “adaptar-se à nova situação das mudanças maiores na oferta e demanda do mercado imobiliário”, gerou-se a expectativa de que medidas para o setor, como redução do valor de entrada para financiamento e das taxas de empréstimo imobiliário e flexibilização das restrições de compras em grandes cidades, possam ser implementadas.

Seguimos antevendo certo sucesso de tais políticas com a manutenção do crescimento do PIB da China para 2023 próximo de 5%.



No ambiente doméstico, com o recesso parlamentar em julho, as atenções ficaram nas discussões de bastidores sobre a pauta fiscal no 2S23, a qual impactará as contas públicas no ano que vem.

Por determinação constitucional, o Executivo teria até o final de agosto para encaminhar o Projeto de Lei Orçamentária (LOA) de 2024 ao Congresso. Com a conclusão esperada da votação do arcabouço fiscal (PLP 93/2023) na Câmara ainda neste mês, o governo adequará o projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) às eventuais alterações daquele. Esse último, etapa anterior e em teoria condicionante à LOA, era para ter sido apreciado até 17 de julho, mas fora adiado a pedido do governo.

Com o arcabouço fiscal estipulando zerar o déficit primário em 2024, com uma tolerância de $\pm 0,25\%$ do PIB, a Fazenda busca receitas para torná-lo crível aos olhos dos agentes econômicos. Saindo de um déficit do setor público consolidado pouco inferior a -1% do PIB em 2023 (nossa projeção em $-0,7\%$ do PIB), estima-se uma necessidade de cerca de R\$ 100 bilhões em arrecadação adicional. Essa pode ser ainda maior dependendo das premissas macroeconômicas estipuladas.

Entre elas, o governo deverá contar com a tributação dos benefícios fiscais do ICMS, cuja estimativa deve ser entre R\$ 30 e R\$ 50 bilhões. O STJ já julgou a favor da União, mas ainda aguarda o trâmite de embargos de declaração, que não há prazo para serem avaliados. Discutem-se até mesmo medidas legislativas para antecipar o reconhecimento da decisão. Outras medidas deverão ser a redução ou extinção do benefício do Juros sobre Capital Próprio (JCP) e tributação de lucros e dividendos, com potencial estimado de R\$ 60 bilhões, além da tributação de fundos exclusivos (R\$ 10 bilhões). A conferir.

Acreditamos que o esforço demonstrado para o cumprimento das metas fiscais, embora com medidas ainda incertas, seja condição necessária para a continuidade da evolução favorável dos ativos domésticos.

No campo monetário, esperamos que o Copom prossiga com reduções -50bps nas próximas reuniões, de tal forma a evitar movimentos que possam exacerbar a precificação por cortes mais intensos e, assim, buscar a reancoragem das expectativas para a meta. Consequentemente, seguindo nesse ritmo, a taxa Selic encerraria 2023 em 11,75%

Juros e Inflação

O contexto do mês de julho pouco mudou para o mercado de renda fixa se comparado ao mês anterior. Os dados de inflação continuaram a surpreender mais uma vez e alimentaram ainda mais as expectativas de que o Banco Central poderia começar o ciclo de corte de juros já na próxima reunião com um corte de -50 pts e não mais -25 pts como era esperado. Do lado estrutural, houve avanços com a aprovação da reforma tributária pelo Congresso e, como comentado no cenário macro, há também os esforços que o governo vem realizando para tornar crível a meta fiscal contida no PLP 93/2023, o que culminou na elevação da nota de crédito soberana de BB- para BB pela Fitch Ratings, mas com ressalvas quanto ao cumprimento da meta de superávit primário.

Com relação aos ativos, os movimentos foram mais contidos tanto nos juros nominais quanto nos juros reais. A maior variação foi na parte curta da curva até o vencimento 2025 onde as taxas fecharam aproximadamente 20 pontos incorporando uma probabilidade maior de um corte de -50 pontos para a próxima reunião. Na parte longa não houve movimentações relevantes apesar do cenário fiscal mais controlado. Em adição ao comentado no cenário macro, acreditamos que a inflação continuará a ceder do lado de bens enquanto a inflação de serviços seguirá uma trajetória mais lenta de queda em função do mercado de trabalho mais rígido e os salários mais altos. Portanto, nossa visão é que o Copom será cauteloso no início do ciclo de corte do juros dado que um início mais agressivo pode levar a uma retroalimentação da inflação via expectativas dos agentes.

Mantemos posições em juros nominais na parte intermediária/longa da curva e posição em juros reais nos vencimentos intermediários.

Crédito Privado

Julho foi mais um mês positivo e de recuperação para os fundos de crédito privado com a continuidade do movimento de fechamento dos *spreads* no mercado secundário. O início da temporada de resultados tem mostrado certa resiliência por parte das companhias e esperamos que os destaques positivos sejam os setores mais defensivos como concessões rodoviárias (com recuperação gradual do volume de tráfego) e energia elétrica (com cenário mais comportado do preço de energia). Do lado mais desafiador, destacamos o setor de varejo com a taxa de juros ainda alta impactando o consumo. Continuamos acreditando que, a despeito do fechamento recente dos *spreads* no mercado secundário, os níveis de carregamento dos nossos fundos continuam atrativos.

O movimento dos *spreads* de crédito impactou positivamente a rentabilidade dos ativos de crédito privado em julho. Na amostra de 366 debêntures precificadas pela Anbima, verificamos um fechamento de aproximadamente 1bp nos ativos indexados ao CDI+¹. Este movimento não muito expressivo pode ser explicado pela piora dos *spreads* de crédito dos ativos de Aeris e Via Varejo. A retirada destes ativos da amostra aumenta consideravelmente a performance média do mercado, elevando o fechamento dos *spreads* para perto de 10bps. A taxa média da amostra como um todo é de aproximadamente CDI+ 2,49% a.a. e a *duration* média é de 2,43 anos.

Os índices IMA-B e IMA-B 5 tiveram um retorno menor que o CDI em julho. O carregamento negativo da inflação em boa parte do mês ajuda a explicar essa diferença. Apesar deste movimento detrator de rentabilidade, os ativos de crédito indexados ao IPCA tiveram uma performance positiva pelo fechamento dos *spreads* de crédito. Em nosso acompanhamento de 354 ativos indexados ao IPCA+¹ observamos um fechamento médio de 9bps nos *spreads* de crédito. A taxa média destes papéis está em aproximadamente IPCA + 6,68% ante IPCA + 6,91% no fechamento do mês anterior e a *duration* média atual é próxima de 4,82 anos.

Crédito Privado

Nosso portfólio de crédito permanece com boa diversificação de nomes em empresas *high grade*. Seguimos equilibrando os portfólios entre emissões bancárias e corporativas, buscando de maneira gradativa aumentar a *duration* do portfólio com objetivo de capturar o cenário de continuidade de fechamento dos *spreads* de crédito.

Moedas

Em julho, o dólar mais uma vez se enfraqueceu contra todas as moedas do G10 e contra as principais moedas dos países emergentes. O índice DXY encerrou o mês com uma queda de -1,03% e fechou o semestre com -1,6% de desvalorização. Entre as moedas que performaram melhor que o dólar, destaque para a coroa norueguesa, que valorizou mais de 5%, e o franco suíço, que valorizou 3% no mês. No semestre, a libra foi o principal destaque, valorizando mais de 6% e, do lado negativo, o iene foi a moeda que mais desvalorizou no período, com uma queda de -7,8%.

A queda do dólar foi fortemente ligada aos dados de inflação mais fracos nos EUA, que subiram menos que o consenso, e aos dados das folhas de pagamento não agrícolas, que vieram abaixo do esperado. Em adição, o Fomc, como mencionado no cenário macro, que, mesmo mantendo aberta a possibilidade de mais altas, não conseguiu reverter a trajetória do dólar. A divulgação do PIB, significativamente mais forte que o esperado, no final do mês, foi um contraponto à trajetória da moeda, que reverteu parte da fraqueza juntamente com a decisão *dovish* de taxas pelo BCE.

Retirando o efeito pelo lado do dólar, as moedas dos outros países tiveram poucos incentivos pra uma valorização mais forte, dados os acontecimentos internos de cada país, a exemplo, o dólar australiano, onde os dados de inflação e vendas no varejo mais fracos levaram a uma reprecificação da taxa terminal, retirando toda alta prevista na curva antes dos dados. O euro também sofreu após as leituras fracas dos PMIs e as falas mais *dovish*, pós-decisão de taxas, da presidente do BCE; e a libra, que também mostrou uma resiliência acima do esperado no semestre, sofreu um revés no movimento de alta após os dados de inflação britânicos abaixo do esperado.

Moedas

Por último, o iene, que, apesar da valorização no mês, teve uma queda expressiva no semestre. Esperávamos que a valorização da moeda japonesa viria pelo lado dos EUA, com o estreitamento do diferencial de juros, ou pela mudança da política monetária do BOJ com o aumento das taxas, bem como uma mudança gradual do controle da curva de juros. Apesar da mudança no *yield curve control*, o novo teto para a compra dos JGBs, títulos de 10 anos japoneses, saiu de 0,5% pra 1%, e o iene não teve o desempenho esperado.

Acreditamos que o dólar continuará a perder valor à medida que a atividade econômica nos EUA começar a se enfraquecer e o desemprego começar a aumentar. Mantemos posições em um *basket* de moedas contra o dólar e pares relativos.

Renda Variável

Julho foi mais um mês de boa performance dos ativos de risco. A percepção de que o ciclo de aperto monetário está próximo do final, somado a indicadores mais resilientes da economia e à recuperação do preço de commodities, especialmente o petróleo (Brent), que subiu mais de 13% no mês, fez com que a bolsa americana tivesse o quinto mês consecutivo de alta, com o S&P 500 subindo 3,11%.

No Brasil, o mês foi marcado pela aprovação na Câmara da reforma tributária, pelo upgrade da nota do Brasil pela agência de classificação de risco Fitch e por indicadores de inflação mais fracos, que corroboraram a expectativa do início do ciclo de corte de juros na próxima reunião do Copom. O Ibovespa subiu 3,3%, acumulando alta de mais de 11% no ano. A boa performance dos ativos relacionados às commodities, principalmente Vale e Petrobras, puxou o índice em julho. Das mínimas de 2023, o Ibovespa está subindo por volta de 20%. Entendemos que o movimento visto até agora foi em função da descompressão do prêmio de risco dos ativos locais. Olhando 12 meses à frente, o Ibovespa negocia hoje por volta de 8 x lucro (P/L) versus uma média histórica de 10,9. Além disso, do ponto de vista técnico, a entrada de um fluxo mais forte tanto do investidor local como estrangeiro também deve ser um *driver* importante para a continuidade do movimento positivo em renda variável.

Na montagem do portfólio, fazemos um processo de *stock picking*, buscando equilibrar a carteira tanto do ponto de vista setorial, como também olhando temas/fatores de risco. Entendemos que as empresas cíclicas domésticas são mais beneficiadas durante o processo de ciclo de corte de juros, porém seguimos com uma posição em commodities por volta de 20% da carteira, que foi o maior contribuidor de performance em julho.



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.