



Carta Mensal

Palavra do Gestor





Palavra do Gestor

O mês no mercado financeiro,
por quem conhece o assunto



Destaques

Nos EUA, os mercados têm reagido a surpresas positivas na atividade, com dados mostrando resiliência em especial no setor de serviços, e à persistência dos núcleos de inflação em patamares elevados, o que refletiu em continuidade da alta dos juros futuros e aceleração dos ganhos do S&P.

Crédito

A melhora do mercado de crédito observada em maio teve continuidade no mês de junho. O crédito corporativo liderou os ganhos e foi responsável pela ótima rentabilidade dos fundos no mês. Os ativos financeiros também foram positivos, principalmente os vértices mais longos. Durante o mês participamos de algumas ofertas no mercado primário e realizamos alocações em ativos no mercado secundário, buscando aproveitar o nível de prêmio que consideramos bastante atrativo. O nível de resgates na indústria de crédito ficou próximo de -1,6bi em nossa amostra, um pouco abaixo do mês de maio e muito abaixo dos meses de março e abril que foi o auge da piora. O IDA-DI (Índice de debêntures da Anbima) saiu de CDI + 2,50 em maio para cerca de CDI + 2,43 no final de junho.

O cenário para o 2º semestre segue muito positivo em nossa opinião para os ativos de crédito. O nível de spread dos ativos está bem acima do final de 2022 e se encontra próximo do nível do início do 2º semestre de 2020. Diante disso, voltamos a aumentar o nível de alocação dos fundos, já que havíamos reduzido no final do ano passado. Com isso, consideramos que estamos bem posicionados para aproveitar o nível de prêmio atual.

Bolsa

O Ibovespa encerrou o mês com valorização de +9%. Os demais índices tiveram as seguintes variações: S&P 500 +6,61% (USD), Euro Stoxx +4,35% (EUR) e Nikkei +7,56% (JPY). Nas commodities, o petróleo tipo Brent fechou em US \$ 75,41 (+4,03% no mês) e o minério de ferro em US \$110,88 (+12,68% no mês).

Após o sexto ano consecutivo de performance pior de Mercados Emergentes em relação ao S&P e também considerando que os Mercados Emergentes estão perto de 40% mais barato na métrica Preço sobre Lucro, acreditamos que os investidores estrangeiros estejam interessados em diversificar um pouco nessa classe de ativos. No Brasil, a aprovação do arcabouço fiscal na Câmara (sinalizando números fiscais mais sustentáveis), e números de inflação menores continuam a indicar que o Banco Central vai iniciar o ciclo de corte de juros em breve. Nesses períodos de cortes de juros, a história diz que a bolsa tende a ter retornos positivos por alguns motivos: 1º. Porque as empresas pagam despesas financeiras menores e portanto, os lucros ficam maiores; e 2º. Porque os investidores vão perceber as rentabilidades de Renda Fixa diminuindo, fazendo com que a Renda Variável se torne um pouco mais atrativa. Dessa forma, estamos posicionados em ações que se beneficiam com a queda de juros. Essas empresas geralmente estão nos setores de consumo, transporte, construção civil e algumas no setor de saúde também.

Renda Fixa

No cenário internacional, nossa leitura sobre juros mais altos e por mais tempo mostrou-se acertada, com uma atividade ainda forte nos EUA e o FED indicando possíveis novas altas de juros adiante. Nessa mesma direção vimos Austrália e Canadá voltarem a subir juros após breve pausa. Por outro lado, confirmou-se também nossa visão de que o crescimento chinês será mais próximo de 5% e que medidas de estímulo adicional serão necessárias no país.

No Brasil, ainda vemos atividade resiliente, assim como a inflação de serviços em patamar incompatível com o objetivo do BC. Isso demandaria uma postura ainda firme do BC, num ambiente de expectativas ainda desancoradas, porém ele optou por indicar a iminência de cortes de juros após COPOM em que manteve a Selic em 13,75%.

Assim, vimos juros avançando nas economias desenvolvidas e cedendo nos mercados emergentes, em especial no Brasil, o que levou a nova valorização da Renda Fixa Local. Nos mercados acionários, o movimento foi sincronizado de alta.

Nesse ambiente, onde o mercado foi em direção contrária a nossas teses, tivemos perdas com posições tomadas em juros curtos, ainda que limitadas por atuações táticas. Entretanto no ano e 12 meses, continuamos superando o benchmark.

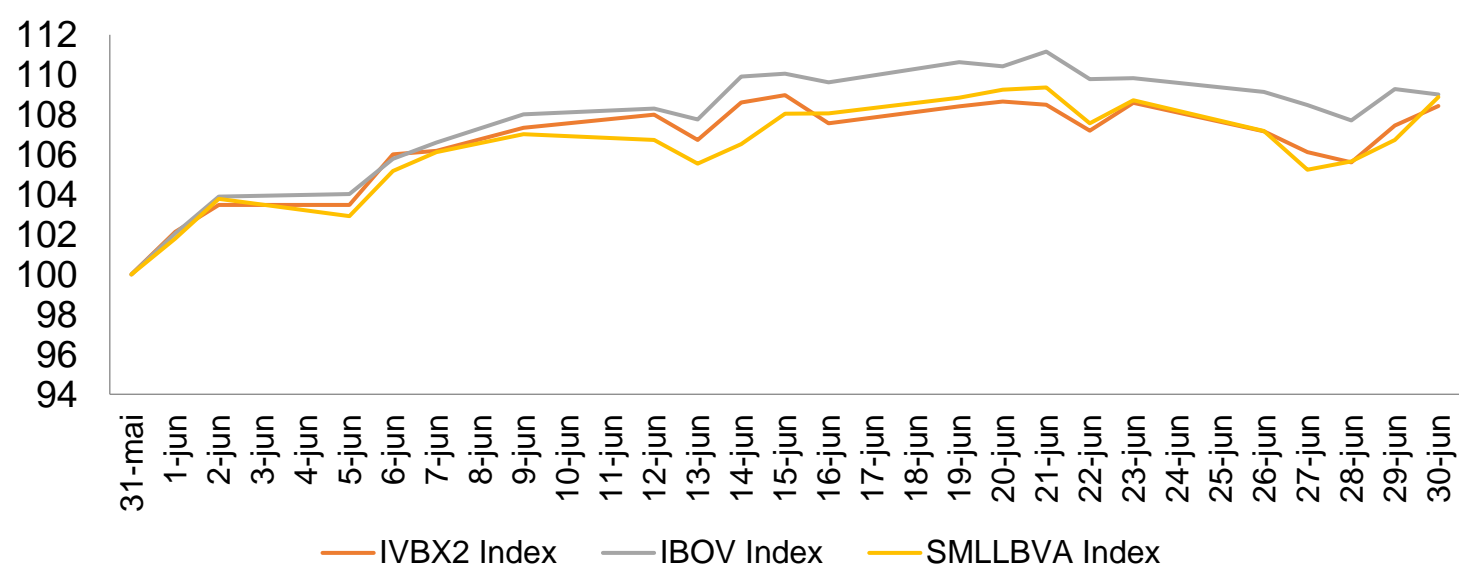
Adiante, entendemos que a conjuntura internacional segue demandando cautela.

No Brasil, a comunicação recente por parte do BC nos levou a crer que a função reação do mesmo mudou e ele está mais propenso a tomar riscos - o que pode se mostrar danoso a economia no médio prazo. Diante disso, reduzimos nossas posições tomadas na curva curta de juros e concentramos as mesmas em opções para manutenção de Selic no próximo COPOM, estratégia que apresenta boa relação risco x retorno.

Ainda, vemos que a narrativa para o mercado local segue positiva, com uma complacência sobre os riscos que não deve ser testada no curto prazo. Então, apesar de seguirmos com uma visão mais pessimista, aguardaremos triggers para adição de posições nessa direção.

Sobre a parcela de crédito do SulAmérica Capital, seguimos ampliando a estratégia, agora em 43% do portfólio. A performance recente e spreads em patamares comparáveis ao período da pandemia nos indicam potencial de valorização no segundo semestre.

Retornos Renda Variável



Cenário Macro

Economia Brasileira

Revisando o cenário base para Selic: front-loading

A comunicação do Banco Central no Brasil (BCB) após a reunião de junho nos revelou uma autoridade monetária disposta a cortar juros sob o cenário atual. Essa sinalização nos surpreendeu, nos conduzindo a reavaliação da função de reação dos diretores da instituição ao cenário macroeconômico por nós projetado. **Como resultado dessa análise, revisamos nossa projeção de ciclo de juros via aumento do ritmo de cortes - 75pb - nas duas últimas reuniões de 2023, o que levaria a Selic para 11.5%.**

A ata do Copom e a entrevista do presidente Roberto Campos Neto após a divulgação do Relatório Trimestral de Inflação nos revelou que o BCB pretende iniciar o ciclo de cortes já na reunião de agosto. Quanto ao ritmo, nosso cenário base é de corte de 25pb. O uso de termos como "parcimônia" na comunicação oficial, o fato de que há uma ala mais cautelosa no comitê - que, salvo melhoras relevantes de cenário, devem ser dissenso para estabilidade, a nossa projeção de continuidade de patamar ainda elevado da inflação de serviços, e de continuidade da resiliência da atividade econômica são os fundamentos que sustentam essa projeção. Uma aceleração para 50pb já na reunião de agosto nos parece dependente de melhora de cenário adicional - que não é o nosso cenário base atual. Um outro catalisador para um corte de 50pb seria uma queda das expectativas de inflação para além dos 3.5%.

No entanto, apesar desse início mais conservador do que a precificação de mercado, avaliamos que no fim do ano o BCB acelerará o ritmo de cortes. Essa revisão do cenário base deve-se a nossa projeção de comportamento mais moderado da atividade econômica - projetamos crescimento ligeiramente negativo do PIB do quarto trimestre, a entrada de 2025 no "horizonte relevante" - ainda que com o peso reduzido em relação a 2024, a projeção de continuidade da lenta desinflação de serviços subjacentes, e ao fato que a reunião de agosto mostrou uma preferência revelada da maioria do Copom para iniciar o ciclo de corte de juros

“Ao sinalizarem que estão dispostos a iniciar o ciclo de cortes sob o patamar atual das expectativas avaliamos que as projeções dos modelos da instituição, assim como o balanço de riscos para a inflação por ela percebido terão especial relevância.
Natalie Victal,
economista-chefe



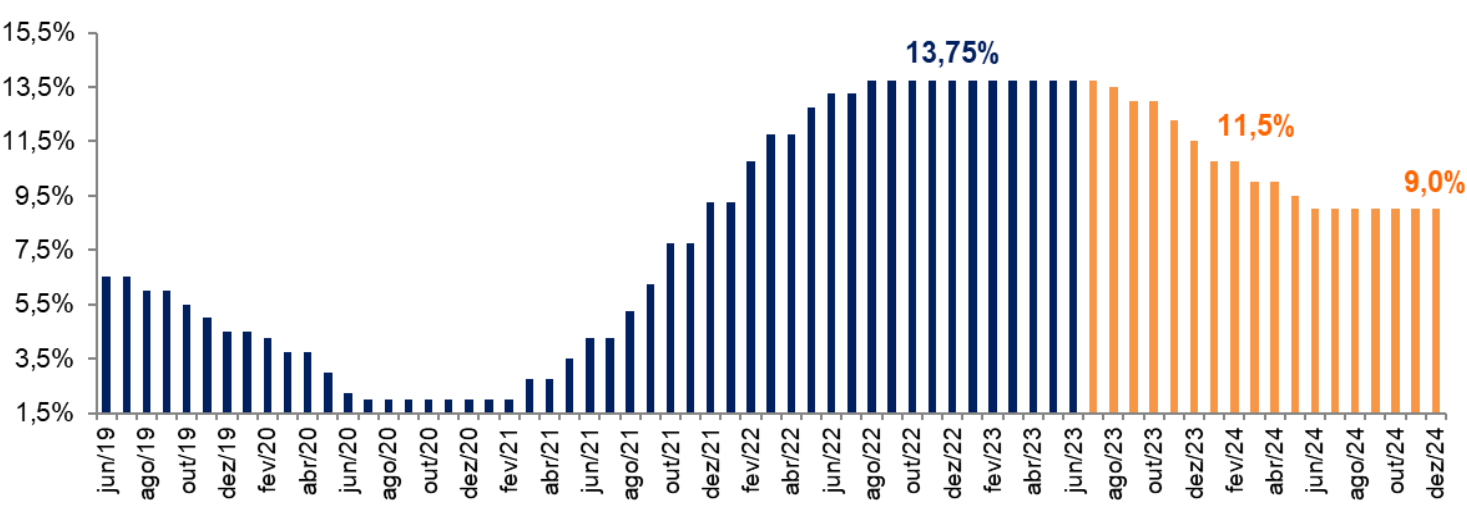
já em agosto. Esse último ponto é especialmente relevante pois tínhamos dúvida do peso da desancoragem das expectativas de inflação na função de reação dos diretores da instituição. **Ao sinalizarem que estão dispostos a iniciar o ciclo de cortes sob o patamar atual das expectativas avaliamos que as projeções dos modelos da instituição, assim como o balanço de riscos para a inflação por ela percebido terão especial relevância.**

Nesse sentido, destacamos que novas quedas nas expectativas de inflação, e/ou uma desaceleração mais forte da atividade econômica do que a por nós projetada - temos 1.9% para o PIB de 2023 - abria espaço para debate de cortes ainda maiores. Destacamos, no entanto, que o cenário atual é especialmente volátil demandando contínua avaliação dos diferentes fatores de risco. A continuidade de um mercado de trabalho aquecido no Brasil, e a perspectiva de uma política monetária ainda mais contracionista dos países desenvolvidos advogam por cautela. Nosso cenário base é de continuidade de um panorama especialmente complexo da inflação nos Estados Unidos, e não descartamos que o Federal Reserve revise novamente sua projeção para a taxa de juros terminal para patamares ainda mais elevados que o atual.

Para 2024 continuamos projetando Selic terminal de 9%. Nossa revisão foi na velocidade em que a autoridade monetária chega nesse patamar.

Para 2024 continuamos projetando Selic terminal de 9%. Nossa revisão foi na velocidade em que a autoridade monetária chega nesse patamar.

Taxa Meta Selic - % ao ano



Cenário Macro

Economia Internacional

Mês de julho deve ter medidas de anúncio de estímulo pelo governo chinês

Os dados econômicos vindos da China seguem mostrando atividade abaixo do esperado. Após o crescimento forte advindo do fim da política de tolerância zero à Covid, no final do ano passado e começo desse ano, o ritmo de expansão tem decepcionado no segundo trimestre, como mencionado na Palavra do Gestor de abril.

Os principais vetores de menor atividade na China são o setor exportador, o consumo das famílias e o setor imobiliário. O setor exportador está sofrendo com a diminuição do consumo global de bens que está ocorrendo desde o fim do distanciamento social nas economias ocidentais em 2021 e 2022. Com os principais consumidores globais voltando a gastar mais com serviços e menos com bens, em especial depois dos choques inflacionários dos últimos anos, as exportações chinesas para as grandes economias estão crescendo menos. Medidas protecionistas e tentativas de onshoring, nearshoring e friendlyshoring também atrapalham.

O consumo das famílias está com crescimento apenas modesto. A expectativa de

aumento explosivo dos gastos com serviços com o fim da política de Covid Zero não se verificou. Houve efetivamente aumento de serviços e recuperação no setor de turismo, em especial interno, porém não parece que as famílias chinesas estão gastando tanto quanto as ocidentais quando houve reabertura. Em parte, isso se deve à menor confiança dos consumidores, afetados por problemas no setor financeiro, imobiliário e aumento da taxa de desemprego entre jovens.

O setor imobiliário, que teve grandes quedas em 2022, parecia estar se recuperando após o fim da política de Covid Zero, mas ainda está lidando com quedas nos principais indicadores. As quedas das vendas de casas não se comparam ao pior momento de 2022, porém ainda não há tendência clara de recuperação. A transição demográfica rápida, com queda na população total em 2022 pela primeira vez desde os anos 1960, torna o cenário de longo prazo mais nebuloso para esse setor.

O crescimento mais fraco que esperado no segundo semestre, visto tanto em dados hard quanto soft, não deve por a meta de crescimento de 5% em perigo. O carregamento estatístico, com crescimento mais forte no 1º trimestre e com as quedas de atividade vistas no ano passado, garantem que mesmo com atividade estagnada pelo restante do ano ela seria cumprida. Mas

isso também não significa que as autoridades chinesas não devem fazer nada

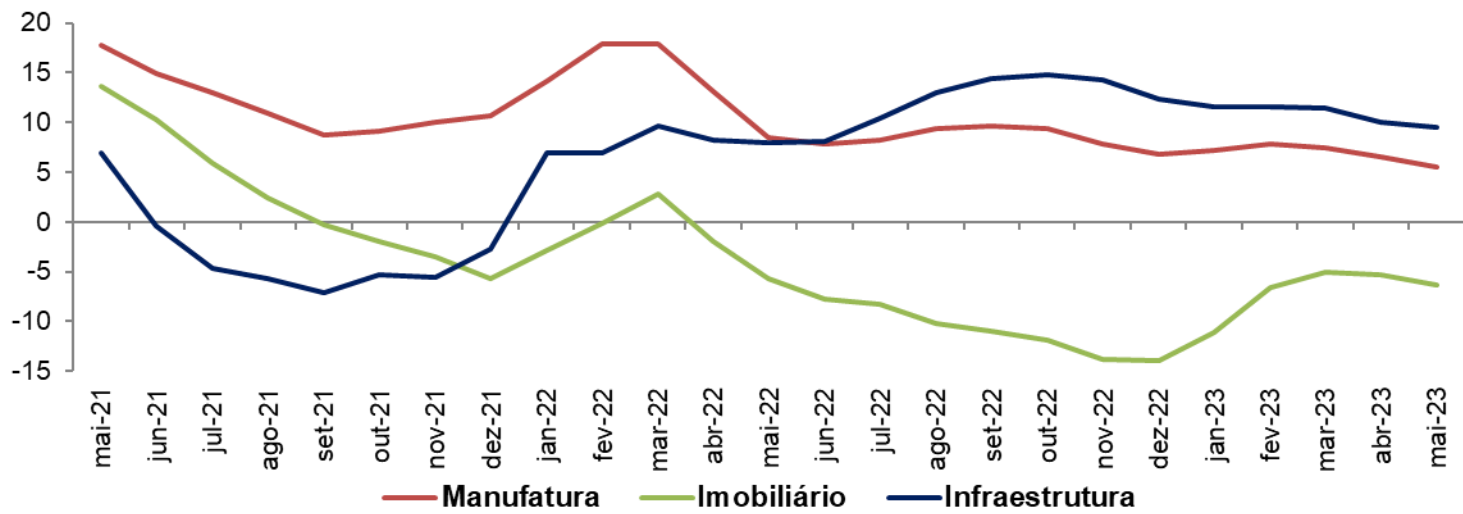
Ao longo do último mês a retórica do governo chinês mudou de tom. O premiê Li Qiang, o segundo homem mais importante do governo, indicou na metade de junho que medidas para estimular o crescimento seriam anunciadas. Dessa vez, diferente de outros anos como 2009 ou 2016, as medidas parecem de tamanho mais modesto. Por enquanto, tudo que ocorreu foi que na segunda metade de junho o banco central chinês (PBOC) reduziu as principais taxas de juros em 0,10 pp.

Mais anúncios devem ocorrer ao longo do mês de julho. As datas mais importantes devem ser a reunião do conselho de Estado, na metade do mês, e do comitê permanente do Politburo, no final do mês. Esse último conta com a presença do presidente da China, Xi Jinping, e é normalmente nas reuniões de abril, julho e setembro dele que anúncios econômicos são feitos.

Em relação ao que pode ser anunciado, o mais provável é estímulo para o setor de infraestrutura. Ajuda direta às famílias, com vouchers para consumo, por exemplo, parece ir contra discursos anteriores do presidente Xi.

Medidas de estímulo para exportação podem atrapalhar outros setores. Uma depreciação cambial elevada, por exemplo, atrapalharia a recuperação do setor imobiliário, ao tornar a dívida externa de grupos empresariais mais difícil de ser paga. Mudanças no setor imobiliário, como o fim das três linhas vermelhas (medidas adotadas em 2021 para combater especulação imobiliária e que levaram ao cenário atual de contração no setor) seriam bem-vindas, mas parecem difíceis, devido à retórica ainda prevalecente no Partido Comunista Chinês de que “casas são para viver, não para especular” e a percepção de que esse ajuste no setor precisa ser feito em algum momento, e a demografia cadente da China significaria que atrasar esse ajuste apenas o tornaria mais custoso no futuro. Dessa forma, sobra basicamente o setor de infraestrutura como medida de ajuste para reacelerar o ritmo de crescimento econômico e ajudar a evitar uma piora adicional das expectativas. Também não são descartadas medidas para certas indústrias consideradas estratégicas, como energia renovável e carros elétricos (já houve um anúncio de extensão da isenção de impostos por dois anos, custando 0,4% do PIB, no final de junho).

China: Investimentos Ativos Fixos Urbanos (A/A MM3M)



Comportamento do Mercado

Nos EUA, os mercados têm reagido a surpresas positivas na atividade, com dados mostrando resiliência em especial no setor de serviços, e à persistência dos núcleos de inflação em patamares elevados, o que refletiu em continuidade da alta dos juros futuros e aceleração dos ganhos do S&P. O núcleo da inflação ao consumidor teve variação de 0,4% M/M em maio, permanecendo estável em relação ao dado anterior e consistente com alta de 5,3% na comparação interanual. O núcleo da inflação medida pelo PCE desacelerou ligeiramente para 4,6% A/A, acima da meta de 2% perseguida pelo Fed. Em termos de política monetária, o FOMC manteve, em decisão unânime, o intervalo da taxa básica de juros estável em 5,0%-5,25% na reunião de junho, conforme amplamente esperado pela SulAmérica Investimentos e pelo consenso de mercado. No comunicado, o comitê não se comprometeu com novas altas de juros, mas trouxe tom hawkish por meio de projeções mais altas para juros, inflação e atividade. A mediana das projeções dos membros do comitê para a taxa de juros ao final de 2023 ficou em 5,6%, cenário que incorpora implicitamente mais duas altas de 25 pb e nenhum corte de juros neste ano. No front da atividade, a despeito da fraqueza do setor industrial, a resiliência observada no setor de serviços, de housing e no mercado de trabalho sugerem revisão altista para o crescimento do 2º trimestre.

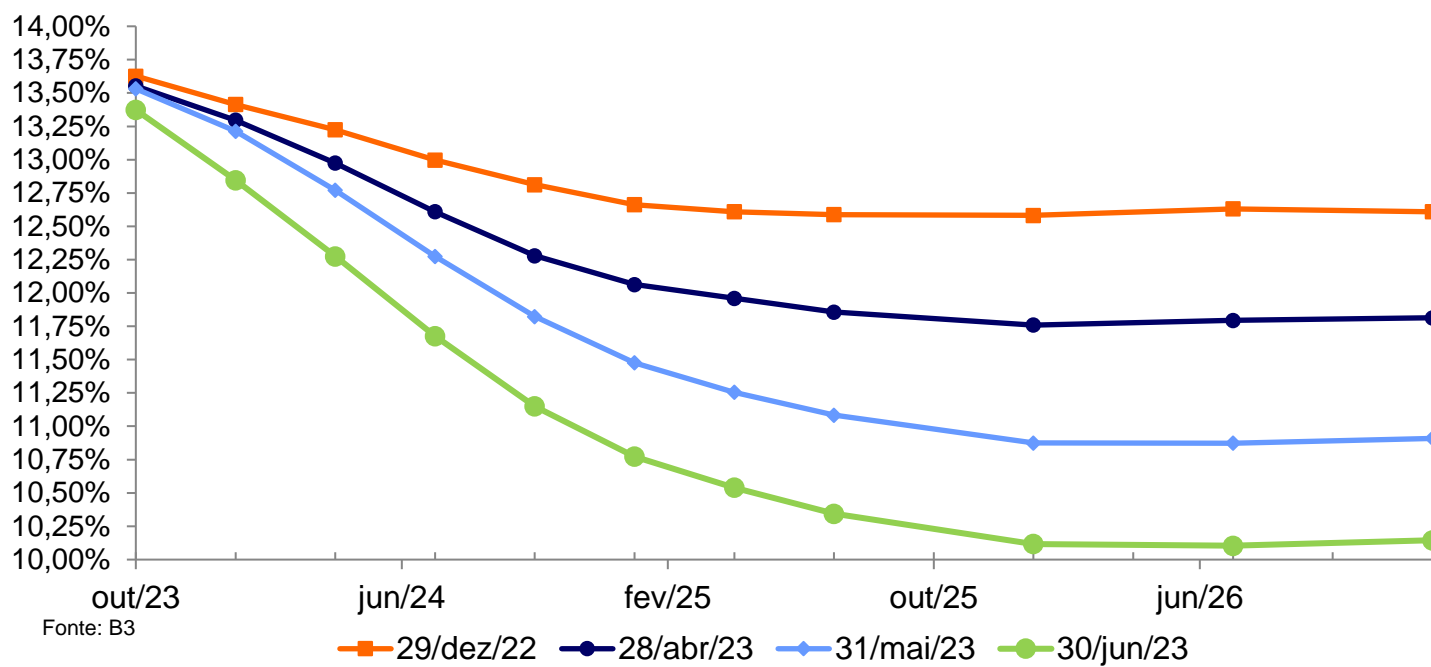
Na Europa, o foco permanece sobre a calibração dos próximos passos de política monetária, na medida em que o ECB segue na direção de continuidade do ciclo de aperto de juros. O núcleo da inflação ao consumidor tem se mantido em patamares historicamente elevados (5,3% A/A em maio) e incompatíveis com o cumprimento do regime de metas, tendo os preços de serviços ainda pressionados. O ECB elevou as taxas referenciais em 25 pb na

reunião de junho, em linha com o esperado pelos mercados, enquanto membros do comitê têm mantido o tom hawkish e sinalizado que ainda há trabalho a ser feito em termos de aperto monetário, corroborando projeção de novas altas adicionais à frente. Por outro lado, os dados de atividade seguem mostrando desaceleração na margem.

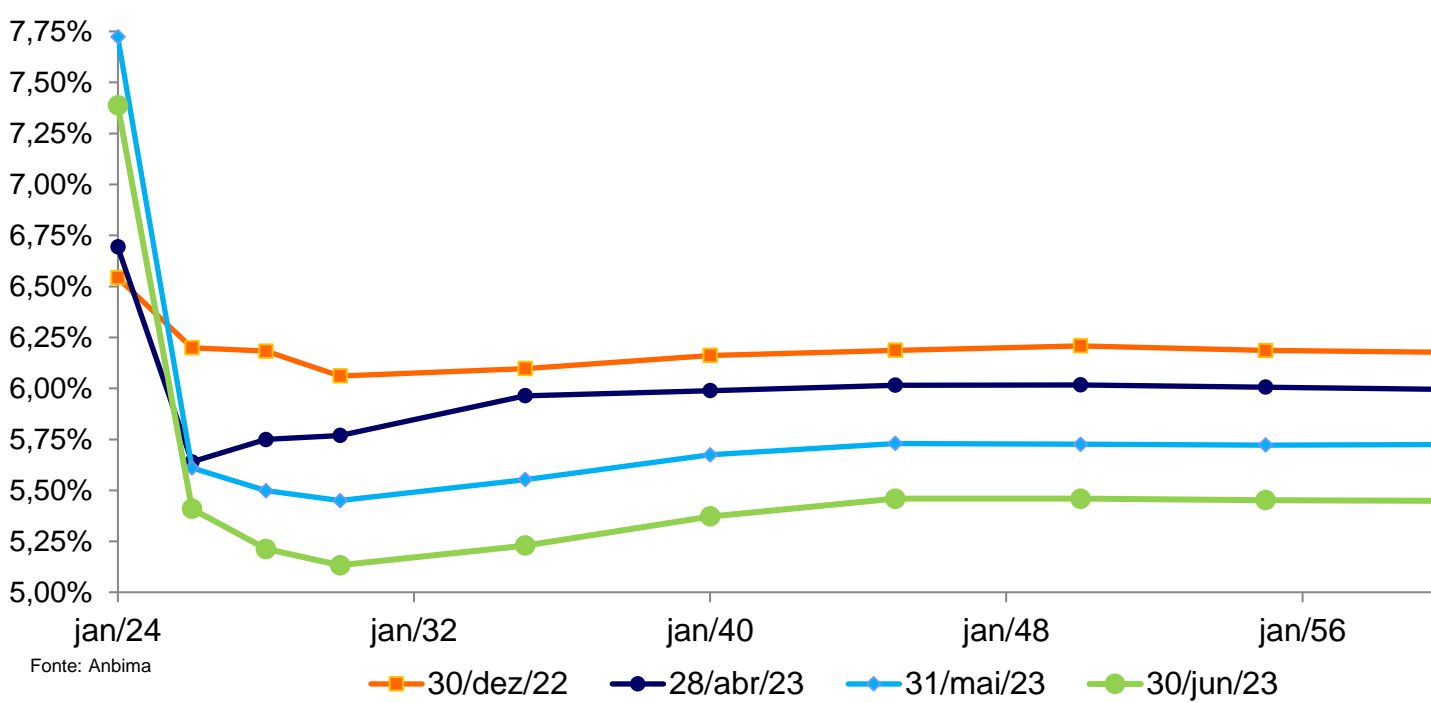
Na China, com sucessão de surpresas baixistas de inflação e ausência de pressões no panorama inflacionário, o foco permanece sobre a desaceleração da atividade e a calibragem dos estímulos para o crescimento de 2023. A bateria de dados de atividade referentes a maio, divulgada neste mês, surpreendeu negativamente as expectativas de mercado ao mostrar as vendas no varejo e os investimentos em ativos fixos mais fracos do que o esperado, além de desaceleração da produção industrial. Os PMIs também desaceleraram em junho, ainda que o setor de serviços siga em campo expansionista. Assim, o foco dos mercados deve continuar em torno do anúncio de estímulos fiscais e monetários, que deve ocorrer ao longo do mês de julho.

No Brasil, a performance dos ativos domésticos em junho foi associada à melhora relativa da conjuntura macroeconômica local, caracterizada pela percepção de redução dos riscos fiscais e inflacionários e a perspectiva de antecipação do corte de juros, o que refletiu em ganhos em bolsa local e nova rodada de fechamento da curva de juros. A taxa de câmbio se apreciou em relação ao dólar na esteira da descompressão de prêmios de risco domésticos. A sinalização feita pelo COPOM na última ata, somada à queda das expectativas de inflação mais longas após a reafirmação da meta de 3% pelo CMN, levou a uma reprecificação das projeções para o início do ciclo de afrouxamento monetário, que deve começar na reunião de Agosto.

Curva de Juros Nominais



Curva de Juros Reais



Índices de mercado

Variação	Junho	Ano	Variação	Junho	Ano
CDI	1,07%	6,50%	IGP-M	-1,93%	-4,46%
IBOV	9,00%	7,61%	IPCA-15	0,04%	3,16%
IBX-50	8,77%	4,96%	IRF-M	2,12%	9,62%
IBX-100	8,87%	6,59%	IMA-B 5	1,05%	7,04%
US\$	-5,43%	-7,64%	IMA-B	2,39%	11,37%

Economia Brasileira

Projeções

		2018	2019	2020	2021	2022	2023(p)
PIB - crescimento real	Var %	1,8	1,4	-3,3	4,6	2,9	1,9
IPCA	% ao ano	3,8	4,3	4,5	10,1	5,8	4,8
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	-2,4
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	5,05
Tx Câmbio - dezembro	R\$/US\$	3,88	4,11	5,15	5,65	5,28	5,00
Risco País (CDS)	bps	208	99	143	205	254	225
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 RENTABILIDADE 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. 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 | Reclamações, Cancelamentos e Informações Institucionais: 0800-722-0504.

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

